

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ХАРКІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
МІСЬКОГО ГОСПОДАРСТВА імені О. М. БЕКЕТОВА

Г. І. БАЗЕЦЬКА

КОНСПЕКТ ЛЕКЦІЙ
з курсу

ФІНАНСОВА ДІЯЛЬНІСТЬ ПІДПРИЄМСТВА

*(для студентів освітньо-кваліфікаційного рівня спеціаліст
та слухачів другої вищої освіти
спеціальності 7.03050901 – Облік і аудит)*

Харків
ХНУМГ ім. О. М. Бекетова
2015

Базецька Г. І. Конспект лекцій з курсу «Фінансова діяльність підприємства» (для студентів освітньо-кваліфікаційного рівня спеціаліст та слухачів другої вищої освіти спеціальності 7.03050901 – Облік і аудит) / Г. І. Базецька; Харків. нац. ун-т міськ. госп-ва ім. О. М. Бекетова. – Харків : ХНУМГ ім. О. М. Бекетова, 2015. – 200 с.

Автор: Г. І. Базецька

Рецензент: к. екон. н, доц. Н. І. Складрук

Рекомендовано кафедрою економіки підприємств міського господарства, протокол засідання № 1 від 28 серпня 2014 р.

© Г. І. Базецька, 2015

© ХНУМГ ім. О. М. Бекетова, 2015

ЗМІСТ

Тема 1 Основи фінансової діяльності суб'єктів господарювання	6
1.1 Капітал підприємства та його економічна сутність	6
1.2 Зміст та основні завдання фінансової діяльності суб'єктів господарювання.....	8
1.3 Фінансова діяльність у системі функціональних завдань фінансового менеджменту підприємства.....	10
1.4 Організація фінансової діяльності підприємств	13
1.5 Форми фінансування підприємств	15
1.6 Критерії прийняття фінансових рішень.....	17
1.7 Теоретичні джерела фінансової діяльності підприємств.....	22
Тема 2 Особливості фінансування суб'єктів підприємництва різних форм організації бізнесу	40
2.1 Характеристика організаційно-правових форм підприємницької діяльності.....	40
2.2 Фінансова діяльність господарських товариств	44
2.3 Фінансова діяльність промислово-фінансових груп, венчурних і ріелтерських підприємств.....	45
2.4 Фінансова діяльність державних підприємств.....	48
2.5 Фінансові нормативи діяльності кооперативів і кредитних спілок та їх об'єднань.....	51
Тема 3 Формування власного капіталу підприємства.....	57
3.1 Власний капітал, його функції та складові.....	57
3.2 Статутний капітал і корпоративні права підприємства	61
3.3 Резервний капітал підприємства, його види та джерела формування	67

3.4 Збільшення статутного капіталу підприємства	71
3.5 Зменшення статутного капіталу підприємств.....	85
3.6 Звіт про власний капітал.....	92
Тема 4 Внутрішні джерела фінансування підприємств	95
4.1 Класифікація внутрішніх джерел фінансування підприємства.....	95
4.2 Самофінансування підприємств	97
Тема 5 Дивідендна політика підприємств	109
5.1 Зміст, значення та основні завдання дивідендної політики	109
5.2 Теорії в галузі дивідендної політики.....	110
5.3 Фактори дивідендної політики	112
5.4 Порядок нарахування дивідендів	113
5.5 Форми виплати дивідендів.....	115
5.6 Інструменти дивідендної політики.....	117
5.7 Методи нарахування дивідендів.....	118
5.8 Оподаткування дивідендів	120
Тема 6 Фінансування підприємства рахунок запозичених ресурсів.....	122
6.1 Позичковий капітал підприємства, його ознаки та складові.....	122
6.2 Фінансові кредити	125
Тема 7 Фінансова діяльність на етапі реорганізації підприємства	130
7.1 Реорганізація як специфічний напрям фінансової діяльності підприємства	131
7.2 Загальні передумови реорганізації.....	132
7.3 Укрупнення підприємства.....	135
7.4 Реорганізація підприємства, спрямована на його розукрупнення .	143
7.5 Перетворення як особлива форма реорганізації підприємства	147
Тема 8 Фінансове інвестування підприємства	149

8.1 Сутність і класифікація фінансових інвестицій підприємства.....	149
8.2 Довгострокові фінансові інвестиції	151
8.3 Поточні фінансові інвестиції	153
8.4 Оцінка доцільності фінансових інвестицій	154
8.5 Відображення вартості фінансових інвестицій у звітності	163
Тема 9 Оцінка вартості підприємств.....	167
9.1 Необхідність, завдання і принципи експертної оцінки вартості підприємства	167
9.2 Вартість капіталу підприємства.....	169
9.3 Методичні підходи до оцінки вартості підприємства.....	171
9.4 Практична робота з оцінки вартості підприємства	172
Тема 10 Фінансова діяльність підприємств у сфері	173
зовнішньо-економічних відносин.....	173
10.1 Компетенції фінансових служб у сфері зовнішньоекономічної діяльності підприємства	174
10.2 Регулювання розподілу виручки від зовнішньоекономічної діяльності в іноземній валюті	176
10.3 Розрахунки при здійсненні зовнішньоекономічних операцій.....	178
10.4 Митне оформлення та оподаткування зовнішньоторговельних операцій	185
Тема 11 Фінансовий контролінг	187
11.1 Сутність, необхідність та основні завдання фінансового контролінгу	187
11.2 Управління на основі контролінгу	190
11.3 Інформаційне забезпечення контролінгу.....	192
РЕКОМЕНДОВАНА ЛІТЕРАТУРА	196
ФІНАНSOVA ДІЯЛЬНІСТЬ ПІДПРИЄМСТВА	201

Тема 1 Основи фінансової діяльності суб'єктів господарювання

1.1 Капітал підприємства та його економічна сутність

Однією з ключових категорій фінансів підприємств є капітал. Саме з його формуванням і використанням безпосередньо пов'язана фінансова діяльність суб'єктів господарювання. Тому розгляд основ фінансової діяльності підприємств слід розпочати з дослідження економічної сутності цієї категорії.

Поняття «капітал» є однією з найскладніших категорій фінансової науки. У вітчизняній та зарубіжній науково-практичній літературі можна зустріти багато (досить часто взаємопротилежних) підходів до визначення сутності капіталу.

Серед численних дефініцій капіталу можна виокремити:

макроекономічний підхід (з народногосподарського погляду);

мікроекономічний підхід (з погляду суб'єктів господарювання).

З народногосподарського погляду під капіталом розуміють один із трьох факторів виробництва разом із землею та працею: з капіталом ідентифікуються виробничі засоби, що можуть бути використані для здійснення господарської діяльності (виробництва товарів, робіт, послуг). У фінансовій науці досить часто застосовується також монетарний підхід, згідно з яким капітал прирівнюється до грошових ресурсів, що спрямовуються на фінансування інвестицій, тобто під капіталом розуміють грошові кошти. Проте капіталом вважаються лише ті грошові кошти, які використовуються для забезпечення зростання наявної вартості. Гроші стають капіталом переважно за умови їх нагромадження, зберігання та продажу на грошовому ринку, оскільки це дає їх власнику додатковий дохід у вигляді процента. Згідно із марксистською теорією капіталу єдиним товаром, здатним приносити додаткову вартість, може бути лише робоча сила. Отже, перетворення грошей на капітал і саме його виникнення нерозривно пов'язане з перетворенням робочої сили на товар, предмет купівлі-продажу.

За трактування капіталу як категорії фінансів підприємств у науково-практичній літературі, як правило, розрізняють дві його форми:

конкретний капітал;

абстрактний капітал.

Конкретний капітал. Для здійснення господарської діяльності підприємству необхідні засоби праці (устаткування, будівлі, споруди тощо); предмети праці (сировина, матеріали) та праця. Окрім матеріальних, воно може мати у своєму розпорядженні нематеріальні ресурси (патенти, права, ноу-хау). Вартість майнових об'єктів, які відображені в активі балансу підприємства, називають конкретним капіталом. В активах заморожуються грошові кошти, інвестовані в підприємство. Ці кошти можуть бути вкладені в:

а) необоротні активи (основні засоби, довгострокові фінансові інвестиції, довгострокова дебіторська заборгованість тощо);

б) оборотні активи (запаси, поточна дебіторська заборгованість, поточні фінансові інвестиції тощо).

Абстрактний капітал. Заслуговує уваги концепція капіталу, обґрунтована патріархом німецької економічної науки, засновником Кельнської школи економіки підприємства проф. Е. Шмаленбахом. За цією версією, під капіталом слід розуміти абстрактну вартість, яка відображається в балансі підприємства. При цьому під абстрактним капіталом розуміють сукупність усіх позицій пасиву балансу.

Серед вітчизняних економістів найвдаліше, на нашу думку, обґрунтування сутності капіталу підприємства дано проф. В. В. Сопком. Він вважає, що капітал — це власність відповідної фізичної або юридичної особи на активи: майно і об'єкти (ресурси), які є на підприємстві. Пасивна сторона балансу містить інформацію про те, яку частину капіталу надано в розпорядження підприємства його власниками (власний капітал) і яку — кредиторами (позичковий капітал).

Позичковий капітал характеризує частину активів підприємства, що профінансована його кредиторами всіх видів. У балансі позичковий капітал відображається за такими розділами пасиву:

II. Забезпечення наступних витрат та платежів.

III. Довгострокові зобов'язання.

IV. Поточні зобов'язання.

V. Доходи майбутніх періодів».

Власний капітал — це сальдо між загальною сумою активів та позичковим капіталом. Він характеризує частину майна, яка профінансована власниками корпоративних прав підприємства (завдяки безпосереднім внескам грошових коштів (майнових об'єктів) чи в результаті реінвестування прибутку). Власний капітал відображається в першому розділі пасиву.

У практичній діяльності суб'єктів господарювання (в контексті фінансового та управлінського обліку) під капіталом підприємства розуміють його пасиви, тобто капітал трактується саме як абстрактна вартість. Отже, капітал підприємства — це засвідчені в пасивній стороні балансу вимоги на майно, яке відображено в активах; він показує джерела фінансування придбання активів підприємства. Саме цим визначенням капіталу ми оперуватимемо, досліджуючи фінансову діяльність суб'єктів господарювання в наступних розділах посібника.

Можна повністю погодитися з висновками проф. Сопка про те, що вживання терміна «капітал» щодо «активів» неправильне, бо якщо термін «капітал» означає право власності, то цей самий термін не може означати речовий елемент, наприклад «оборотний капітал» чи «основний капітал».

Величина активів підприємства та його капітал є двома показниками, які характеризують один і той же об'єкт: сукупність усіх вартостей, що використовуються у виробничому процесі для досягнення поставлених перед підприємством цілей. Майно підприємства (активи) є дзеркальним відображенням капіталу, який у нього інвестований. Активи показують напрямки конкретного використання залучених фінансових ресурсів, а капітал (пасиви) — зобов'язання підприємства перед кредиторами та власниками. Саме тому загальна величина активів повинна дорівнювати сумі пасивів

підприємства. Зіставлення активів та пасивів здійснюється в процесі складання балансу (звіт про фінансовий стан підприємства, який відображає на певну дату його активи та капітал). Безпосередній зв'язок між окремими позиціями капіталу та активів у балансі не відображається. Напрямки використання фінансових ресурсів доцільно узгоджувати із джерелами їх залучення на стадії довгострокового фінансового планування та бюджетування.

1.2 Зміст та основні завдання фінансової діяльності суб'єктів господарювання

У нормативних актах, науково-практичній літературі, безпосередньо в контексті фінансово-господарської діяльності підприємств, їх фінансової звітності оперують дефініціями «фінансова діяльність», «інвестиційна діяльність» та «операційна діяльність» суб'єктів господарювання. З метою формування каталогу функціональних завдань фінансових служб підприємства та чіткого розмежування зазначених понять розглянемо економічний зміст кожного з них.

Інвестиційна діяльність. Згідно з П(С)БО, інвестиційна діяльність — це придбання та реалізація тих необоротних активів, а також тих фінансових інвестицій, які не є складовою еквівалентів грошових коштів.

Отже, ця діяльність пов'язана з ефективним вкладенням залученого капіталу. Загалом під інвестиціями розуміють усі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, в результаті якої створюється прибуток (дохід).

Рух грошових коштів у результаті інвестиційної діяльності визначається на основі аналізу змін у статтях таких розділів балансу:

«Необоротні активи»;

«Поточні фінансові інвестиції» (фінансові інвестиції на строк, що не перевищує один рік, які можуть бути вільно реалізовані в будь-який момент).

До типових прикладів руху коштів у результаті інвестиційної діяльності можна віднести такі:

придбання фінансових інвестицій, необоротних активів, майнових комплексів;

отримання відсотків, дивідендів;

дезінвестиції.

На практиці досить часто з інвестиціями ідентифікують лише довгострокові капіталовкладення, тобто вкладення у довгострокові активи, у т. ч. витрати на придбання основних засобів, корпоративних прав, науково-дослідні розробки, видатки розвитку, підвищення кваліфікації персоналу, маркетинг та ряд інших.

За такого трактування інвестицій не враховується існування поточних фінансових вкладень, які є інвестиціями короткострокового характеру. Отже, під інвестиційними можна розуміти всі вкладення підприємства (як довгострокового, так і поточного характеру), що здійснюються з метою забезпечення приросту вартості його майна.

Під поняттям «дезінвестиції» розуміють повернення (вивільнення) заморожених у конкретних майнових об'єктах коштів. Дезінвестиції можуть здійснюватися через реалізацію чи ліквідацію фінансових інвестицій, необоротних активів, майнових комплексів.

Операційна діяльність. Це основна діяльність підприємства, пов'язана з виробництвом та реалізацією продукції (товарів, робіт, послуг), що є головною метою створення підприємства і забезпечує основну частку його доходу, а також інші види діяльності, які не підпадають під категорію інвестиційної чи фінансової діяльності. До типових прикладів руху коштів у рамках операційної діяльності належать такі:

- грошові надходження від продажу товарів, робіт, послуг;
- грошові виплати постачальникам за товари і послуги;
- грошові виплати з оплати праці;
- сплата податків.

На основі систематизації руху грошових коштів у результаті операційної діяльності визначають операційний Cash-flow, який досить часто є основним джерелом фінансування діяльності підприємства. Перевищення вхідних грошових потоків від операційної діяльності над грошовими витратами є підґрунтям для забезпечення стабільної ліквідності підприємства та залучення коштів із зовнішніх джерел.

Фінансова діяльність. Успішна інвестиційна та операційна підприємницька діяльність можлива лише за наявності надійного фінансового фундаменту, тобто достатнього обсягу капіталу. Мобілізація підприємством необхідних для виконання поставлених перед ним планових завдань фінансових ресурсів називається фінансуванням. З іншого боку, система використання різних форм і методів для фінансового забезпечення функціонування підприємств та досягнення ними поставлених цілей називається фінансовою діяльністю. Згідно з П(С)БО фінансова діяльність — діяльність, яка веде до змін розміру і складу власного та позичкового капіталу підприємства (який не є результатом операційної діяльності). Отже, основний зміст фінансової діяльності (у вузькому розумінні) полягає у фінансуванні підприємства. Рух грошових коштів у результаті фінансової діяльності визначається на основі змін у статтях балансу за розділами:

- «Власний капітал»;
- «Довгострокові зобов'язання»;
- «Поточні зобов'язання».

До типових прикладів руху коштів у результаті фінансової діяльності слід віднести:

- надходження власного капіталу;
- отримання позичок;
- погашення позичок;
- сплата дивідендів.

Можна стверджувати, що фінансова діяльність (фінансування) має вирішальний вплив на процеси генерування вартості підприємства. Так, оптимізація структури капіталу (оптимізація фінансування) веде до зменшення

затрат на його залучення і створює фінансову базу для успішної операційної та інвестиційної діяльності.

У теорії і практиці досить часто зміст фінансової діяльності трактується ширше, ніж фінансування. У широкому значенні під фінансовою діяльністю розуміють усі заходи, пов'язані з мобілізацією капіталу, його використанням, примноженням (збільшенням вартості) та поверненням. Інакше кажучи, фінансова діяльність (у широкому розумінні) включає весь комплекс функціональних завдань, здійснюваних фінансовими службами підприємства і пов'язаних з фінансуванням, інвестиційною діяльністю та фінансовим забезпеченням (обслуговуванням) операційної діяльності суб'єкта господарювання.

1.3 Фінансова діяльність у системі функціональних завдань фінансового менеджменту підприємства

Поняття «менеджмент» характеризує процес управління на підприємстві. Він включає такі основні фази: планування, управління імплементацією, контроль. Фінансовий менеджмент — це цілеспрямоване управління всіма грошовими потоками на підприємстві, тобто процес управління формуванням, розподілом та використанням фінансових ресурсів суб'єкта господарювання з метою досягнення фінансово-економічних цілей підприємства.

Згідно із сучасними тенденціями в галузі фінансової науки, найвищою фінансово-економічною метою діяльності менеджменту є зростання вартості підприємства та доходів його власників. Фінансового менеджера можна розглядати як свого роду посередника між підприємством і капіталодавцями, а суб'єкта господарювання — як «клієнта» інвесторів. Виходячи з цього менеджмент можна розглядати як процес управління генеруванням додаткової вартості, її збереженням та створенням умов для використання додаткової вартості власниками (інвесторами) підприємства. Базовими елементами цього процесу є планування, контроль та аналіз.

Зміст фінансового менеджменту полягає у виробленні управлінських рішень щодо найефективнішого використання фінансового механізму для досягнення тактичних і стратегічних завдань підприємства. Основні цілі діяльності фінансового менеджменту можна розглядати в рамках класичного управлінського трикутника цілей:

- забезпечення стабільної ліквідності (платоспроможності);
- максимізація рентабельності (як власного так і сукупного капіталу);
- мінімізація ризиків.

Виходячи з функцій фінансів підприємств (формування фінансових ресурсів, їх розподіл і використання; контроль за формуванням і використанням фінансових ресурсів) можна виокремити три основні функціональні блоки фінансового менеджменту (рис. 1.1): фінансування; оптимізація вкладення коштів в інвестиційну та операційну діяльність (управління активами); фінансовий контролінг.

В англосаксонській фінансовій літературі в контексті функціональних завдань фінансового менеджменту досить часто розрізняють два основні напрями діяльності: фінансовий контролінг та управління грошовими потоками (Cash-менеджмент).

Cash-менеджмент (Treasury Management) включає управління залученням і використанням фінансових ресурсів (відповідно фінансування та управління активами). До основних завдань Cash-менеджменту належать такі:

- планування платоспроможності та показників ліквідності;
- прибуткове вкладення тимчасово вільних грошових коштів;
- управління дебіторською та кредиторською заборгованістю;
- управління фінансовими вкладеннями;
- управління валютними ризиками.

Про незадовільне управління грошовими потоками на підприємстві можна дійти висновків за такими ознаками: нестабільна платоспроможність; значні розміри залишків коштів на поточному рахунку; відсутність фінансового планування; збитки у вигляді курсових різниць; наявність простроченої дебіторської заборгованості тощо.



Рисунок 1.1 – Функціональні блоки завдань фінансового менеджменту

Наведені на рисунку 1.1 функціональні блоки фінансового менеджменту тісно пов'язані між собою і складають цілісну систему функцій фінансового менеджменту. Пріоритетним для фінансового менеджера є функціональний блок завдань, пов'язаний з фінансуванням підприємства, оскільки за відсутності фінансових ресурсів неможливим є виконання інших функціональних завдань, зокрема пов'язаних із здійсненням операційної та інвестиційної діяльності. Разом з тим рішення щодо залучення коштів слід

приймати лише за наявності ефективних проектів їх використання та розрахунків потреби в капіталі. Позиції, які відображаються в балансі, звіті про фінансові результати, звіті про рух грошових коштів та іншій звітності, повинні формуватися саме в процесі виконання фінансовим менеджментом підприємства своїх функцій. З цих позицій слід керуватися принципом узгодженості рішень щодо залучення та використання капіталу. В таблиці 1.1 наведені параметри, які слід узгоджувати за прийняття відповідних рішень.

Таблиця 1.1 – Параметри узгодження фінансових рішень

Параметри	Інвестування	Фінансування	Інструменти узгодження
Обсяг, терміни	Потреба в засобах	Величина капіталу	Бюджетування, фінансове планування
Рентабельність	Рентабельність інвестицій	Вартість капіталу	Аналіз затрат і прибутків
Ризики	Інвестиційні	Фінансові	Управлінські

Узгодженню підлягають обсяги залучення та використання капіталу в розрізі окремих періодів, рентабельність інвестицій та вартість капіталу, а також інвестиційні та фінансові ризики. Рішення щодо реалізації інвестиційних проектів слід приймати лише за умови перевищення рентабельності інвестицій над вартістю залучення капіталу за наявності дійових інструментів управління ризиками. Інструменти узгодження (координації) фінансових рішень, фінансове планування, контроль за ефективністю освоєння капіталу, управління ризиками, пов'язані з функціональним блоком завдань «фінансовий контролінг», є свого роду сполучною ланкою між функціями залучення та використання фінансових ресурсів.

У контексті забезпечення безкризової діяльності суб'єктів господарювання в теорії і практиці досить часто оперують поняттям «антикризовий фінансовий менеджмент». Антикризове управління фінансами — один із напрямів фінансового менеджменту, основним завданням якого є організація фінансової діяльності на підприємстві з урахуванням можливостей профілактики та подолання фінансової кризи. Антикризовий фінансовий менеджмент значною мірою повинен спиратися на функціональний та методологічний інструментарій контролінгу, а також враховувати вимоги законодавства про банкрутство.

Особливий акцент у процесі організації антикризового менеджменту робиться на впровадженні ефективних методик прогнозування банкрутства та інструментів попередження фінансової кризи. Можна виокремити три основні блоки проблем, з якими стикаються фінансові служби за організації антикризового менеджменту:

- 1) прогнозування банкрутства та оцінка санаційної спроможності підприємства;
- 2) проблематика фінансування;
- 3) вибір найпріоритетніших напрямків використання обмежених фінансових ресурсів.

Прийняття правильних рішень ускладнюється, з одного боку, наявністю багатьох альтернатив під час вибору методів прогнозування банкрутства, джерел залучення фінансових ресурсів і напрямків їх використання, а з іншого — значною кількістю обмежувальних чинників: дефіцит часу, високий рівень ризику, рестрикційні умови використання капіталу тощо. Саме цим і зумовлена складність організації дійового антикризового фінансового менеджменту.

1.4 Організація фінансової діяльності підприємств

Суттєвою причиною кризового стану багатьох вітчизняних підприємств є неналежне виконання фінансовими службами покладених на них функцій і завдань, зокрема відсутність фінансового планування (бюджетування) та аналізу, управління ризиками, роботи щодо оптимізації структури активів та пасивів тощо. Досить часто це зумовлено тим, що відповідальність за всю фінансову роботу на підприємстві покладається на бухгалтерію, а фінансові служби або взагалі відсутні, або їх завдання є невизначеними і не мають нічого спільного з тими, які виконують відповідні служби на підприємствах країн Західної Європи чи США. В цьому зв'язку актуальності набуває визначення місця та ролі фінансових служб у функціональній структурі підприємств.

Організаційна структура фінансових служб та їх місце в ієрархії підприємства значною мірою залежать від форми організації бізнесу, галузі та обсягів діяльності господарювання.

Для підприємств малого бізнесу, як правило, характерною є централізація всіх управлінських функцій, у т. ч. і функції управління фінансами на рівні керівника підприємства, який досить часто є і його власником (або співвласником). Якщо необхідно він звертається до послуг зовнішніх консультантів, аудиторів. Бухгалтерську роботу на таких підприємствах досить часто виконує бухгалтер-сумісник. Практика діяльності підприємств малого бізнесу в країнах Західної Європи та США показує, що складанням бухгалтерської, фінансової та податкової звітності таких підприємств займаються (за відповідну плату) здебільшого спеціалізовані консалтингові чи аудиторські фірми, а роботу щодо управління фінансами частково виконує відділ по роботі з корпоративними клієнтами обслуговуючого банку. Це пояснюється тим, що підприємствам дешевше обходиться сплата послуг зовнішніх консультантів, ніж утримання власних фінансових чи бухгалтерських служб.

На середніх за величиною підприємствах відповідальність за управління фінансами, як правило, покладається на головного бухгалтера, який підбирається таким чином, щоб його рівень кваліфікації дозволяв виконувати функції фінансового менеджера. Принципові рішення щодо управління фінансами на таких підприємствах приймаються за узгодженістю між головним бухгалтером і директором.

На великих підприємствах прийняття рішень у галузі управління фінансами є компетенцією фінансового директора, якому підпорядковані всі фінансово-економічні служби підприємства. Місце фінансових служб у

структурі підприємства та їх функціональні компетенції залежать від типу організаційної структури, яка запроваджена на підприємстві. Розрізняють функціональну, дивізіональну та матричну організаційні структури.

Характерною для функціональної структури є концентрація на рівні окремих відділів однотипних чи споріднених функціональних завдань з метою забезпечення ефективності їх виконання за рахунок переваг спеціалізації (таку організаційну структуру можуть запроваджувати також підприємства малого і середнього бізнесу). На рисунку 1.2 наведено приклад структури підприємства, побудованого за функціональним принципом, та місце фінансових служб у цій структурі.

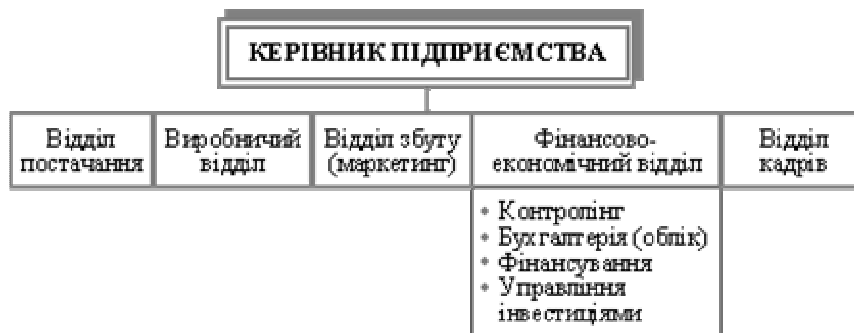


Рисунок 1.2 – Функціональна організаційна структура підприємства

Як недолік такої структури можна відзначити низький рівень координації роботи різних функціональних підрозділів.

Для великих підприємств чи концернів типовою є дивізіональна організаційна структура. За дивізіонального порядку організації підприємства децентралізація повноважень здійснюється в розрізі окремих об'єктів чи секторів, наприклад за групами продуктів чи клієнтів (споживачів), за регіональним принципом. На базі виділених секторів (дивізіонів, філій) можуть формуватися так звані центри прибутковості (Profit center). У кожному дивізіоні сформовані відповідні функціональні підрозділи, які дисциплінарно підпорядковуються керівникові дивізіону, а функціонально — керівникові відповідного підрозділу на рівні центрального управління підприємством. Приклад дивізіональної структури організації підприємства та місце в ній фінансових служб наведено на рисунку 1.3. Переваги такої форми організації полягають у можливості поєднання стратегічної лінії центрального керівництва та переваг спеціалізації на місцях. Успішна діяльність такого підприємства значною мірою залежить від ефективності виконання завдань координації та контролю службами контролінгу.

Серед недоліків дивізіональної структури організації підприємства здебільшого виділяють зростання адміністративно-управлінських витрат, певний рівень дублювання окремих функцій тощо.

Окрім функціональної та дивізіональної моделей організації управління підприємством, на практиці застосовують й інші, зокрема матричну організаційну структуру (див. рис. 1.4). В основі такої структури лежить виокремлення сегментів діяльності залежно від обраних критеріїв без

утворення окремих функціональних одиниць. Сегментація здійснюється в розрізі окремих проектів, продуктів, цілей тощо за горизонтальним принципом.



Рисунок 1.3 – Місце фінансових служб у дивізіональній структурі організації підприємства

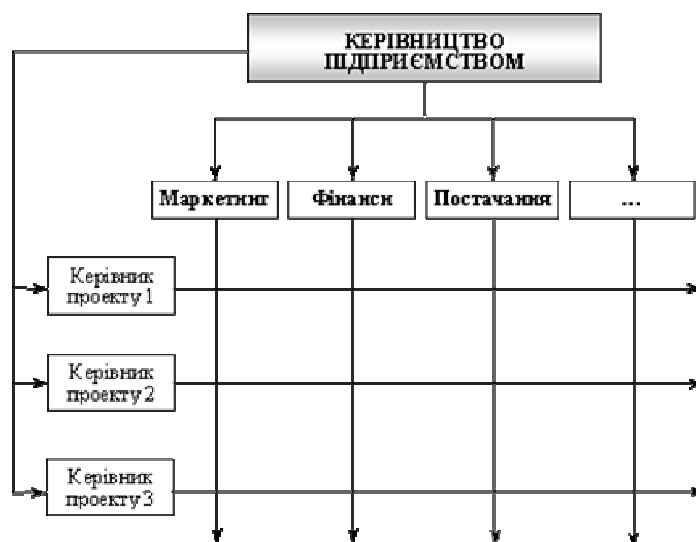


Рисунок 1.4 – Матрична структура організації підприємства

1.5 Форми фінансування підприємств

Основне завдання фінансової діяльності підприємств полягає в мобілізації капіталу для фінансування їх операційної та інвестиційної діяльності. Термін «фінансування» характеризує всі заходи, спрямовані на покриття потреби підприємства в капіталі, які включають мобілізацію фінансових ресурсів (грошових коштів, їх еквівалентів та майнових активів), їх повернення, а також відносини між підприємством та капіталодавцями, які з цього впливають (платіжні відносини, контроль та забезпечення).

Перш ніж перейти до вивчення механізмів залучення фінансових ресурсів суб'єктами господарювання, розглянемо основні форми фінансування. Їх здебільшого класифікують за такими критеріями:

- а) залежно від цілей фінансування;
 - б) за джерелами надходження капіталу;
 - в) за правовим статусом капіталодавців щодо підприємства.
- Залежно від цілей фінансування виокремлюють такі його форми: фінансування при заснуванні підприємства; на розширення діяльності; рефінансування; санаційне фінансування.

Структурно-логічні взаємозв'язки між окремими формами фінансування наведені на рисунку 1.5 у формі матриці.

Статус інвестора Джерела фінансування	Позичковий капітал	Власний капітал	Реструктуризація активів
Зовнішнє	Банківські, комерційні позички	Часткове фінансування (внески учасників та засновників)	Дезінвестиції
Внутрішнє	Забезпечення наступних витрат і платежів	Нерозподілений прибуток	Амортизаційні відрахування

Рисунок 1.5 – Матриця форм фінансування

За джерелами мобілізації фінансових ресурсів розрізняють зовнішнє та внутрішнє фінансування; за правовим статусом інвесторів — власний капітал і позичковий капітал. Власний капітал може бути сформований за рахунок внесків власників підприємства або шляхом реінвестування прибутку. В іноземних літературних джерелах фінансування за рахунок нерозподіленого прибутку та амортизаційних відрахувань досить часто позначають також як Cash-flow-фінансування.

Позичковий капітал, як і власний, може бути мобілізований із зовнішніх та внутрішніх джерел. До зовнішніх джерел формування позичкового капіталу належать:

- кредити банків (довго- і короткострокові);
- кредиторська заборгованість за матеріальні цінності, виконані роботи, послуги;
- заборгованість за розрахунками (з одержаних авансів, з бюджетом, з оплати праці тощо).

До внутрішніх джерел формування позичкового капіталу можна віднести:

нараховані у звітному періоді майбутні витрати та платежі (у т. ч. так звані стійкі пасиви);

доходи майбутніх періодів.

Як джерела фінансування можна розглядати фінансові ресурси підприємств, що формуються в результаті реструктуризації активів, під чим розуміють заходи, пов'язані зі зміною складу та структури окремих позицій активів. У рамках реструктуризації активів розглядають також амортизаційні відрахування і кошти, які одержує підприємство в результаті дезінвестицій. Щоправда, дискусійним є питання віднесення дезінвестицій до зовнішніх джерел фінансування. Загальний огляд форм фінансування та їх класифікацію подано на рисунку 1.6.

У підприємств можуть бути різні альтернативи залучення капіталу. Звичайно, не можна надати однозначних рекомендацій щодо вибору тієї чи іншої форми фінансування. В одних випадках фінансові ресурси слід формувати через збільшення власного капіталу, в інших — на основі залучення додаткових позичок. Для одних підприємств вигіднішою є можливість використовувати внутрішні джерела фінансування, для інших — зовнішні. Фінансовий менеджер під час прийняття рішень щодо вибору найбільш прийнятної форми фінансування повинен скористатися відповідними критеріями, про що йтиметься у наступному параграфі.



Рисунок 1.6 – Форми фінансування

1.6 Критерії прийняття фінансових рішень

Одним з головних завдань фінансового менеджера є обґрунтування рішень щодо вибору оптимальних для конкретних фінансово-економічних умов форм фінансування підприємства. У цьому зв'язку фінансисти досить часто постають перед необхідністю прийняття рішень щодо вибору найкращої з існуючих альтернатив:

емісія облігацій чи акцій?

залучення банківських позичок чи капіталу власників?

емісія простих чи привілейованих акцій?

реінвестування прибутку чи виплата дивідендів?

Для прийняття правильних фінансових рішень слід зважати на критерії, за допомогою яких можна оцінити переваги та недоліки залучення позичкового і власного капіталу, зовнішніх і внутрішніх джерел фінансування тощо. До типових критеріїв можна віднести такі:

Прибуток/рентабельність. Слід розрахувати, яким чином та чи інша форма фінансування вплине на результати діяльності підприємства. При цьому необхідно виходити з того, що рентабельність активів підприємства повинна перевищувати вартість залучення капіталу, а також враховувати, що зростання частки заборгованості в структурі капіталу в окремих випадках може привести до підвищення прибутковості підприємства, а в інших — навпаки.

Ліквідність. Фінансист повинен розрахувати, яким чином форма фінансування вплине на рівень теперішньої та майбутньої платоспроможності підприємства. Вхідні та вихідні грошові потоки слід координувати таким чином, щоб у будь-який час підприємство було спроможним виконати свої поточні платіжні зобов'язання. Цього можна досягти дотриманням фінансової рівноваги в довгостроковому періоді. Фінансова рівновага передбачає, що грошові надходження підприємства задовольняють або перевищують потребу в капіталі для виконання поточних платіжних зобов'язань. Доцільним при цьому вважається розрахунок показника дюрації (Duration), який характеризує середньозважений строк непогашеної заборгованості за основною сумою боргу та процентами. Слід враховувати також можливості пролонгації повернення фінансових ресурсів, санкції за порушення умов залучення коштів тощо. У разі, якщо фінансовим менеджментом підприємства неправильно розраховані строки залучення та використання капіталу або якщо вони порушені через погіршення умов діяльності підприємства (зменшення обсягів реалізації, неврахування інфляції при формуванні відпускних цін, високий рівень невикористаної дебіторської заборгованості, непередбачені штрафи за порушення податкового законодавства тощо), то фінансова рівновага порушується і підприємство не в змозі виконати свої платіжні зобов'язання. Якщо неплатоспроможність є стійкою, то це стає підставою для порушення справи про банкрутство підприємства.

Структура капіталу (незалежність). Вдаючись до тієї чи іншої форми фінансування, слід прогнозувати, яким чином вона вплине на рівень автономності і самостійності підприємства у разі використання коштів, збереження інформаційної незалежності та контролю над підприємством у

цілому. Окрім цього, необхідно виявляти можливі ризики, зокрема ризик структури капіталу.

Накладні витрати, пов'язані із залученням коштів. Наприклад, емісійні витрати, витрати на обов'язкові аудиторські перевірки, витрати на обов'язкову публікацію звітності в засобах масової інформації тощо.

Мінімізація оподаткування. Доцільно вибирати ту форму фінансування, яка дасть найбільший ефект з погляду зменшення податкових платежів. Звичайно, податковий фактор слід розглядати в контексті його впливу на вартість залучення капіталу в цілому. Наприклад, при мобілізації коштів шляхом збільшення статутного капіталу слід враховувати, що пов'язані з цим накладні витрати зменшують об'єкт оподаткування, однак дивіденди, які є платою за використання власного капіталу, сплачуються за рахунок чистого прибутку після оподаткування. Натомість проценти за користування позичками відносяться на валові витрати. Разом з тим, податкові переваги, які можуть проявлятися при залученні позичкового капіталу, слід зіставляти із фінансовими ризиками, які при цьому виникають. Використовуючи як джерела фінансування нерозподілений прибуток, підприємство практично уникає затрат на мобілізацію коштів, однак на реінвестування може спрямовуватися лише прибуток, який залишається в розпорядженні підприємства після оподаткування. Тут слід також враховувати рівень оподаткування розподіленого та нерозподіленого прибутку, ставки оподаткування доходів фізичних осіб.

Об'єктивні обмеження: відсутність кредитного забезпечення, необхідного для залучення позичок, низький рівень кредитоспроможності, законодавчі обмеження щодо використання тієї чи іншої форми фінансування, договірні обмеження тощо.

Особливості законодавства про банкрутство: черговість задоволення претензій кредиторів; переважання механізмів санації неспроможного боржника чи захисту інтересів кредиторів тощо.

Максимізація доходів власників (дивідендна політика), так звана концепція Shareholder—Value. Згідно з цим критерієм усі рішення менеджменту підприємства, в т. ч. рішення у сфері фінансування, повинні спрямовуватися на досягнення головної мети діяльності суб'єкта господарювання — максимізації доходів власників.

На практиці кваліфіковані фінансові менеджери розробляють власну систему критеріїв, прийняття фінансових рішень, яка, окрім згаданих критеріїв, може бути доповнена іншими чи дещо спрощена. Для прикладу в табл. 1.2 наведено загальний огляд порівняльних характеристик фінансування підприємства за рахунок власного капіталу і позичок.

Таблиця 1.2 – Порівняльна характеристика фінансування підприємства за рахунок власного і позичкового капіталу

Критерії	Власний капітал	Позичковий капітал
1. Рівень відповідальності капіталодавців	Щонайменше у повному обсязі	Відсутня; статус кредитора
2. Участь в управлінні підприємством	Як правило, дає право	Як правило, участь в управлінні підприємством виключена
3. Участь у прибутках	Дає право участі у розподілі прибутків	Обумовлені договором проценти; участь у розподілі прибутків виключена
4. Строк використання	Необмежений	Обмеження згідно з договором
5. Кредитне забезпечення	Як правило, непотрібне	Як правило, необхідне
6. Податковий тягар	Плата за користування здійснюється за рахунок прибутку, що залишився після сплати всіх податків	Проценти за позиками відносяться на валові витрати, тобто зменшують податковий тягар
7. Порядок повернення у разі банкрутства	В останню чергу	Першочергово, залежно від типу кредитора

Як доповнення до наведених критеріїв зазначимо, що з позиції підприємства — об'єкта інвестування власний капітал є менш ризиковим порівняно з позичковим. Для капіталодавців, навпаки, перебувати в статусі кредитора підприємства є менш ризиковим, ніж як власник, що зумовлено особливостями законодавства про банкрутство та деякими іншими чинниками.

Щоб зрозуміти, які фактори впливають на вибір тієї чи іншої форми фінансування, за допомогою статистичного аналізу дослідимо основні тенденції у фінансуванні підприємств деяких промислово розвинутих країн. У Німеччині, наприклад, спостерігається чітка тенденція до збільшення власних джерел фінансування зі збільшенням обсягів діяльності підприємства. У Франції ж немає чітко вираженої залежності показника фінансової незалежності від обсягів діяльності. Це можна пояснити відмінностями у галузевій структурі економік цих країн: у Франції переважають підприємства з нижчим рівнем оборотності капіталу, ніж у ФРН. У цілому середнє значення показника фінансової незалежності німецьких підприємств становить близько 18 %, а французьких — 32 %. Вища капіталізація французьких підприємств порівняно з німецькими досягнута в основному за рахунок тезаврації прибутку, тобто спрямування його на реінвестування та формування резервів. Така ситуація зумовлена насамперед особливостями державної економічної політики

Франції на зламі 90-х років минулого сторіччя, яка була спрямована на стимулювання внутрішніх інвестицій. Згідно з цим частина прибутку, що спрямовувалася на виплату дивідендів, оподатковувалася за вищою ставкою, ніж тезаврований прибуток (аналогічно тому, як це робиться в США та Швейцарії). Так, у період з 1989-го до 1991 рр. ставка оподаткування нерозподіленого прибутку була на 3—8 % нижчою, ніж розподіленого. З 1992 р. були запроваджені однакові ставки оподаткування. Тезаврації сприяє також суттєва різниця між максимальною ставкою прибуткового оподаткування фізичних осіб і нерозподіленого прибутку підприємств. На відміну від цього в Німеччині ставка оподаткування тезаврованого прибутку на 14—20 процентних пунктів вища, ніж того, який виплачений у вигляді дивідендів. Цим значною мірою і можна пояснити відносно низький рівень капіталізації німецьких підприємств. При нагоді зауважимо, що українське податкове законодавство не містить дійових стимулів до тезаврації: у будь-якому випадку на користь держави слід сплачувати однаковий розмір податку на прибуток (чи то розподілений, чи реінвестований).

У структурі джерел фінансування французьких підприємств значна частка належить власному капіталу, що пояснюється особливостями французького законодавства про банкрутство, в якому домінують механізми санації неспроможного боржника, а не захисту кредиторів. Положення кредиторів ускладнюється також тим, що виручка від реалізації предмета кредитного забезпечення може бути спрямована на погашення витрат, пов'язаних із провадженням справи про банкрутство та інших першочергових витрат. Саме цим пояснюється більша вимогливість французьких банків до позичальників порівняно з німецькими. Наслідком цього є менші обсяги банківського кредитування французьких підприємств, рівень заборгованості яких за банківськими кредитами у 2 рази нижча, ніж на підприємствах ФРН.

Низьким рівнем кредитоспроможності суб'єктів господарювання, високими процентними ставками за кредитами, складністю та недосконалістю механізму реалізації положень законодавства про банкрутство можна також пояснити низький рівень кредитування українських підприємств. У той час, як заборгованість німецьких підприємств перед банківськими установами в середньому за останні роки становить близько 20 % валюти балансу, французьких — 10 %, то українських — менше 2 %. Так, на кінець 2000 р. залишки за короткостроковими банківськими кредитами досягли 15 700 млн грн, а за довгостроковими — 3421, що дорівнювало відповідно близько 2,0 та 0,44 % валюти балансу всіх підприємств.

У той час як короткострокову потребу у фінансових ресурсах німецькі підприємства покривають переважно за рахунок контокорентних кредитів, французькі, і ще більшою мірою українські, підприємства недоступність контокорентного банківського кредитування заповнюють надмірним використанням кредиторської заборгованості за товари (роботи, послуги) та поточними зобов'язаннями з одержаних авансів. Так, на початок 2001 р. кредиторська заборгованість вітчизняних підприємств становила майже 40 % валюти балансу, в той час як у Франції цей показник дорівнює близько 23, а в

Німеччині — близько 13 %. Причому на західних підприємствах спостерігається тенденція до зменшення рівня кредиторської заборгованості зі збільшенням розмірів діяльності підприємства. Зокрема, на німецьких підприємствах з кількістю працюючих понад 2000 осіб питома вага цього джерела фінансування становить лише 6 % (у Франції трохи більше — 13 %). На малих же підприємствах з кількістю працівників до 20 осіб це джерело використовується інтенсивніше (в Німеччині — 16 %, у Франції — 26 % усього капіталу). Це пов'язано передусім з рівнем кредитоспроможності підприємств малого і середнього бізнесу.

Низький рівень кредиторської заборгованості німецьких підприємств можна також пояснити широким використанням постачальниками системи знижок (сконто) за дострокове виконання грошових зобов'язань за поставлені товари (роботи, послуги). Фінансовим службам вітчизняних підприємств на цей інструмент стимулювання зниження рівня дебіторської та кредиторської заборгованості слід звернути особливу увагу.

Характерною особливістю фінансування підприємств в економічно розвинутих країнах є те, що в останні десятиріччя спостерігається тенденція до зменшення залучення коштів на основі відкритої емісії акцій. Збільшення статутного капіталу шляхом розміщення акцій є «останнім» фінансовим джерелом, до якого вдається менеджмент підприємства. Оскільки додаткова емісія веде, як правило, до зниження біржового курсу акцій, випуск нових акцій здійснюється здебільшого у разі необґрунтовано завищеного їх курсу.

1.7 Теоретичні джерела фінансової діяльності підприємств

Теоретичні розробки представників сучасної науки про фінанси підприємств присвячені обґрунтуванню найефективніших шляхів вирішення проблем, з якими стикаються суб'єкти господарювання при здійсненні ними фінансової та інвестиційної діяльності. Про непересічне значення наукового доробку провідних учених-фінансистів свідчить уже те, що багатьом з них присвоєна Нобелівська премія з економіки. За видатний внесок у розвиток теорії фінансів підприємств цю премію отримали Дж. Тобін, Ф. Модільяні, Г. Марковіц, В. Шарп, М. Міллер та ін. Зрозуміло, що без належного теоретико-методологічного забезпечення неможливе успішне функціонування ринків капіталів, фінансових посередників, окремих підприємств, а також прийняття досконалих законодавчих норм, які регулюють фінансову діяльність суб'єктів господарювання.

Предметом дослідження теорії фінансування є визначення та обґрунтування критеріїв, на основі яких можна оптимізувати рішення у сфері інвестування та фінансування, тобто йдеться про вироблення наукового підходу при прийнятті рішень щодо формування окремих позицій активів і пасивів підприємств. Пропоновані рецепти з організації управління фінансами значною мірою визначаються належністю їх авторів до того чи іншого напрямку фінансової науки. Залежно від характеру теоретичних і практичних висновків, а

також методів і принципів дослідження виокремлюють три основні теоретичні підходи до визначення критеріїв прийняття фінансових рішень:

- класичний;
- неокласичний;
- неоінституційний.

Структурно-логічна схема побудови окремих елементів теорії фінансів підприємств наведена на рисунку 1.7.



Рисунок 1.7 – Елементи теорії управління фінансами підприємств

1.7.1 Класична теорія фінансування

У центрі уваги досліджень представників класичної теорії фінансів стоїть питання оцінки ефективності різних форм фінансування з погляду капіталодавців (власників і кредиторів підприємства), а також фінансові аспекти заснування, ліквідації та реструктуризації підприємств. Згідно з класичним підходом процес формування фінансових ресурсів підприємства слід розглядати як «допоміжну функцію другого порядку», яка повинна забезпечити підприємство необхідним капіталом для здійснення інвестицій з метою підвищення ефективності виробничої діяльності. Отже, інвестиційні рішення та пропозиції щодо фінансування можуть розглядатися ізольовано. В рамках класичної теорії виокремлюють дві основні концепції:

- теорія інвестування;
- теорія фінансування.

У теорії інвестування досліджується широкий спектр питань, пов'язаних зі здійсненням інвестором капіталовкладень, у т. ч. питання фінансового аналізу, оцінки інвестиційної привабливості об'єктів вкладень, планування фінансових інвестицій тощо. Теорія фінансування вивчає питання оптимізації процесу залучення фінансових ресурсів з погляду капіталоодержувача, за заданих напрямків інвестування та обсягів потреби в капіталі.

Для класичної теорії характерним є використання дескриптивного (описового) підходу до вивчення економічних процесів, в основі якого лежить метод дескриптивного аналізу. Цей метод ґрунтується на даних дескриптивної статистики, яка описує певну сукупність даних за допомогою побудови

таблиць, графіків, у т. ч. шляхом знаходження середнього значення досліджуваних показників і дисперсії. Під час прийняття рішень у сфері інвестування чи фінансування класики рекомендують використовувати зазначений метод для тестування наявних альтернатив на предмет відповідності визначеним критеріям. Наприклад, за вибору зовнішніх джерел фінансування доцільно використовувати систему критеріїв, за допомогою яких можна оцінити переваги та недоліки залучення позичкового і власного капіталу в кожному конкретному випадку. До типових критеріїв за класичною теорією належать:

- походження та строки повернення капіталу;
- вартість залучення капіталу, в т. ч. накладні витрати;
- законодавчі (нормативні) обмеження;
- можливості контролю та участі в прийнятті рішень для капіталодавця;
- ризиковість об'єктів інвестування (рівень кредитоспроможності, інвестиційна привабливість, наявність кредитного забезпечення тощо);
- податкові та фінансові зобов'язання.

Вважається, що структура капіталу впливає як на вартість підприємства, так і на ціну залучення фінансових ресурсів. Причому фінансовий менеджмент шляхом оптимізації співвідношення між власним і позичковим капіталом може впливати на середньозважену вартість капіталу.

У контексті антикризового фінансового управління класична теорія вивчає механізм та правові наслідки використання нестандартних схем фінансування: двоступінчаста санація, реструктуризація, злиття, зменшення капіталу, ліквідація. Непересічного значення при цьому набуває також питання правильного формування критеріїв вибору наявних альтернатив.

З традиційного погляду як головні індикатори кредитоспроможності розглядаються коефіцієнт заборгованості і показник фінансування необоротних активів за рахунок власного капіталу та довгострокового позичкового капіталу. Йдеться про дотримання вимог золотого правила балансу, золотого правила фінансування та правила вертикальної структури. Емпіричні дослідження класичної теорії значною мірою спрямовані на розробку моделей прогнозування майбутнього фінансового стану підприємства, зокрема прогнозування банкрутства. Тут значення має розроблений класиками емпірично-індуктивний метод побудови системи показників, який ґрунтується на математично-статистичному тестуванні та групуванні підприємств. Одним з різновидів методу є одно- і багатofакторний дискримінантний аналіз.

Прогнозування банкрутства значною мірою зводиться до прогнозування майбутньої платоспроможності, що безпосередньо пов'язано з плануванням руху грошових потоків. Отже, ми підійшли до ще одного важливого напрямку дослідження класичної теорії — фінансового планування. Цікавим є те, що поштовхом до широкого впровадження бюджетування на американських підприємствах стала перша світова економічна криза початку XX століття. Бюджетування було синтезовано з бюджетним контролем, що розглядалося як дійовий спосіб раціоналізації та зниження затрат. Криза, яка проявилася після Другої світової війни, спричинила також бум із запровадженням бюджетування

на підприємствах Західної Європи. Сьогодні ж можна спостерігати значну заінтересованість до бюджетування у вітчизняних науковців і практиків.

1.7.2 Теорема іррелевантності

Класичні ідеї набули подальшого розвитку у працях неокласиків. Зберігаючи класичний науковий підхід, який базується на зовнішньому аналізі та гіпотезі ринкової рівноваги, неокласики свої висновки значною мірою формують на суб'єктивних твердженнях. Неокласична теорія управління фінансами підприємств досліджує процеси, що відбуваються на ринку капіталів, і побудована на гіпотезі досконалого ринку, який існує за виконання таких основних умов:

- нейтральний вплив оподаткування та інших обмежувальних чинників, зумовлених державним регулюванням економіки;

- на товарному ринку та ринку капіталів переважає досконала конкуренція;

- однаковий доступ усіх учасників ринку до інформації про економічні процеси, які відбуваються на ринку;

- діяльність усіх учасників ринку є раціональною і спрямована на максимізацію власної вигоди.

На думку неокласиків, вартість фінансових інструментів визначається двома основними параметрами: ризиковістю та рентабельністю. Взаємозв'язки між цими параметрами оцінюються безпосередньо на ринку капіталів. Представники неокласичного напрямку фінансової науки відстоюють автономність прийняття рішень щодо фінансування та інвестування. Вони абстрагуються від реального існування таких інституцій, як банківські установи, страхові організації, інші фінансові посередники, а також від інституту банкрутства.

Неокласики не вбачають істотної різниці між використанням різних форм фінансування і не пояснюють природу впливу правової форми організації бізнесу на фінансову діяльність суб'єктів господарювання. Серед численних концепцій неокласичного напрямку виокремимо основні:

- теорема іррелевантності;

- теорія вибору портфеля інвестицій;

- модель оцінювання дохідності активів (CAPM);

- теорія арбітражного ціноутворення.

Як вихідний пункт сучасної неокласичної теорії фінансів підприємств можна розглядати дискусії кінця 50-х років навколо такої проблеми, як оптимізація структури капіталу підприємства. В основі цих дискусій — питання впливу рівня заборгованості на вартість залучення фінансових ресурсів (капіталу). На противагу твердженням класичної теорії (згідно з якою оптимальний рівень заборгованості існує, його можна розрахувати і він впливає на ціну залучення фінансових ресурсів) представники неокласичної теорії висунули радикальну гіпотезу «іррелевантності фінансування». Йдеться про обґрунтовану в 1958 р. лауреатами Нобелівської премії з економіки, американськими економістами Ф. Модільяні та М. Міллером теорему, яка характеризує причинно-наслідкові зв'язки між ринковою вартістю

підприємства (його корпоративними правами), структурою та вартістю капіталу. В основу теореми Міллера та Модільяні покладено три тези:

1. Ринкова вартість підприємства за заданого рівня ризику не залежить від структури його капіталу (джерел фінансування), а визначається лише капіталізованою вартістю його потенційних (очікуваних) доходів. З цього випливає, що за інших рівних умов середньозважена вартість капіталу підприємства також не залежить від структури капіталу, тобто від рівня заборгованості. Оптимальної ж структури капіталу не існує взагалі.

2. Вартість залучення власного капіталу є лінійно-зростаючою функцією до рівня заборгованості підприємства. Звідси рентабельність власного капіталу, якої вимагатимуть інвестори, буде дорівнювати ринковій ставці дохідності за корпоративними правами підприємств, які повністю фінансуються за рахунок власного капіталу та належать до аналогічного класу операційного ризику і премії за ризик структури капіталу (фінансовий ризик). Ця премія визначається рівнем заборгованості та різницею між рентабельністю активів і процентною ставкою за позичками.

3. Рішення щодо фінансування (джерел покриття потреби в капіталі) та інвестицій на підприємстві можуть прийматися автономно (бути сепаратними). Це зумовлено тим, що ринкова процентна ставка, яка порівнюється з прибутковістю вкладень у дане підприємство і є критерієм прийняття рішень щодо його фінансування, залежить виключно від комерційного ризику (ризiku операційної діяльності) і відповідає нормі прибутковості за вкладами з класом ризику, до якого належить підприємство. На основі тези про сепаратність прийняття рішень в умовах невизначеності Ф. Модільяні та М. Міллер висунули тезу щодо «іррелевантності дивідендної політики».

Першу тезу автори обґрунтовують тим, що інвестори можуть оптимізувати свої доходи і ризики шляхом диверсифікації вкладень у корпоративні права та боргові цінні папери одного й того ж об'єкта інвестування. За їх твердженням, оптимізація портфеля цінних паперів інвесторів має такі самі наслідки, як і оптимізація структури капіталу підприємства, що здійснюється його фінансовим менеджментом. Тому інвестори будуть іррелевантні до структури капіталу підприємства при прийнятті рішень щодо його фінансування. Показник структури враховуватиметься лише при визначенні типу цінних паперів, в які будуть вкладатися кошти, — корпоративні права чи боргові.

Обґрунтовуючи другу і третю тези, Міллер та Модільяні виходять з припущення, що рівень заборгованості не впливає на вартість залучення позичкового капіталу, тобто за будь-якого коефіцієнта заборгованості ставка процента за кредитом буде незмінною. Однак на практиці досконалого ринку не існує. Визначальними для кредиторів є не стільки прогнозні показники прибутковості підприємства, скільки потенційна платоспроможність, яка значною мірою залежить від показників структури капіталу. Критики теореми іррелевантності вважають, що у разі перевищення заборгованістю підприємства певного критичного значення вартість позичкового капіталу, який залучається даним підприємством, зростає набагато швидше, ніж вартість власного

капіталу, тобто існує непропорційна залежність між структурою капіталу та його вартістю (а не лінійна, як випливає зі згаданої теореми). Отже, середньозважена вартість капіталу залежить від структури капіталу.

1.7.3 Теорія оптимізації портфеля інвестицій

Одним з базових елементів сучасної теорії ринку капіталу є концепція оптимізації портфеля інвестицій. Автором її є американський економіст, лауреат Нобелівської премії з економіки Г. Марковіц. У 1952 р. він уперше обґрунтовано довів, що вкладення заданого обсягу інвестиційного капіталу в один об'єкт інвестицій є ризикованішим, ніж інвестування цієї ж суми в різні об'єкти (диверсифікація). Завдяки диверсифікації можна зменшити сукупний ризик портфеля інвестицій підприємства. Автор зробив спробу аргументувати правило формування портфеля інвестицій, тобто дати відповідь на питання щодо кількості і виду цінних паперів (об'єктів інвестицій), які повинні бути відібрані в інвестиційний портфель з погляду оптимізації співвідношення «ризик—прибутковість» за заданого обсягу інвестиційних ресурсів. Далі висновки Марковіца щодо оптимізації портфеля цінних паперів були застосовані з метою формування портфеля реальних інвестицій підприємства.

За Марковіцем, портфель інвестицій вважатиметься оптимальним, якщо, з одного боку, за однакового рівня прибутковості не існуватиме будь яких-інших інвестиційних можливостей з меншим рівнем ризику; з іншого — не існуватиме інших, прибутковіших інвестиційних портфелів, які характеризуються таким самим рівнем ризику. При цьому йдеться про так звані несистематичні ризики.

Несистематичні ризики — це специфічні ризики, властиві конкретним активам, наприклад ризик отримання збитків від операційної діяльності, а отже, ризик падіння прибутковості фінансового активу тощо. Зазначені ризики можуть бути мінімізовані на основі широкої диверсифікації інвестиційного портфеля.

Логіку концепції можна простежити, дослідивши модель формування інвестиційного портфеля за рахунок двох фінансових активів (А та В), після чого одержані висновки можна спроектувати на інвестиційний портфель з великою кількістю цінних паперів. Згідно з припущенням, очікувана прибутковість портфеля інвестицій (r_p) може розраховуватися за формулою середньої арифметичної зваженої; вагами (a_i) при цьому виступають частки окремих фінансових активів у структурі інвестиційного портфеля:

$$r_p = \sum_{i=1}^n a_i r_i, \quad (1.1)$$

де n — число цінних паперів, які складають інвестиційний портфель; r_i — прибутковість i -го фінансового активу, питома вага якого в структурі портфеля становить a_i .

Рівень ризику портфеля інвестицій залежить від питомої ваги окремих цінних паперів, які до нього входять, та коефіцієнта кореляції між їх прибутковістю. В моделі з двома активами величина ризику (який вимірюється показником **квадратичного (стандартного) відхилення**) описується такою формулою:

$$\sigma_p = \sqrt{a^2 \sigma_A^2 + (1-a)^2 \sigma_B^2 + 2K(r_A; r_B) a(1-a) \sigma_A \sigma_B}, \quad (1.2)$$

де a — питома вага інвестицій А в інвестиційному портфелі; σ_p — рівень ризику портфеля інвестицій; σ_A — рівень ризику (показник квадратичного відхилення) інвестицій А; σ_B — рівень ризику (показник квадратичного відхилення) інвестицій В; $K(r_A; r_B)$ — коефіцієнт кореляції, щільність зв'язку між рентабельністю активів А та В.

Ризиковість портфеля інвестицій, як правило, не дорівнює сумі ризиків окремих об'єктів, які складають інвестиційний портфель, чи середньому показнику їх ризиковості. Це можна спостерігати лише в тому разі, якщо прибутковість окремих об'єктів інвестицій повністю корелює між собою (перебуває у прямій функціональній залежності), тобто коефіцієнт кореляції складає +1. Формулу 1.2, за умови, що $K(r_A; r_B) = +1$, можна подати у такому вигляді:

$$\sigma_p = a\sigma_A + (1-a)\sigma_B. \quad (1.3)$$

За максимальної кореляції зменшити ризиковість інвестиційного портфеля через використання ефекту диверсифікації неможливо: інвестор може обирати будь-яку комбінацію цінних паперів. Можливі комбінації портфелів інвестицій, які складаються з А та В, лежать на прямій АВ (рис. 1.8).

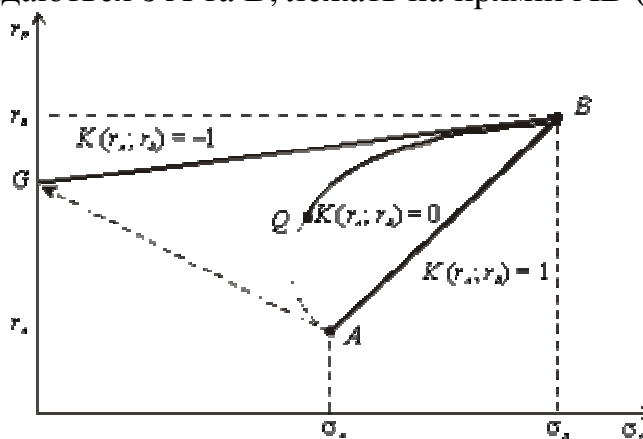


Рисунок 1.8 – Залежність ризику портфеля інвестицій від коефіцієнта кореляції

Вважається, що в міру того, як позитивний кореляційний зв'язок між рентабельністю окремих активів зменшується, рівень ризику інвестиційного портфеля набуває меншого значення, ніж середня величина ризику окремих цінних паперів, за рахунок яких сформовано портфель.

У разі, якщо кореляційний зв'язок повністю зворотний (зворотна функціональна залежність) і коефіцієнт кореляції $K(r_A; r_B) = -1$, рівень ризику інвестиційного портфеля рекомендується визначати як:

$$s_p = a s_A - (1 - a) s_B. \quad (1.4)$$

За повністю зворотного кореляційного зв'язку можна сформувати портфель інвестицій з нульовим рівнем ризику та позитивною рентабельністю. При цьому висока прибутковість одних активів компенсується низьким рівнем інших, і навпаки.

Приклад 1.1

Знайдемо співвідношення, з яким слід сформувати портфель інвестицій з двох видів цінних паперів А та В, за якого ризик портфеля інвестицій дорівнюватиме нулю. Коефіцієнт кореляції між їх рентабельністю дорівнює -1 . Квадратичне відхилення за вказаними інвестиціями дорівнює, відповідно: $s_A = 8$; $s_B = 2$.

Підставивши відповідні значення у формулу 1.4, одержимо шукану питому вагу окремих інвестицій: $0 = a s_A - (1 - a) s_B$; звідси $a = 0,2$. Таким чином, питома вага цінних паперів А у структурі інвестиційного портфеля повинна дорівнювати 0,2, відповідно В — 0,8. Очікувана рентабельність такого інвестиційного портфеля становитиме: $r_p = 0,2 r_A + 0,8 r_B$.

Можливі комбінації портфелів цінних паперів за умови, що коефіцієнт кореляції становить -1 , на рисунку 1.8 лежать на прямій GB.

У разі, якщо коефіцієнт кореляції дорівнює нулю, тобто кореляційний зв'язок повністю відсутній, можна знайти комбінації цінних паперів, за яких рентабельність інвестиційного портфеля зростатиме за спадного рівня ризику. Якщо ж коефіцієнт кореляції знаходиться між 0 та 1, інвестору рекомендується обирати комбінацію цінних паперів, яка міститься на кривій QB (рис. 1.8).

Проблематика використання моделі Марковіца в практичній фінансовій діяльності підприємств для підбирання оптимального портфеля інвестицій зумовлена такими чинниками:

- модель не враховує фактору часу, зокрема вона дає відповідь на питання щодо кількості та виду цінних паперів, за рахунок яких слід формувати інвестиційний портфель, однак ігнорує питання найбільш оптимального часу придбання та продажу активів;

- складність збору інформації та статистичних розрахунків, на яких ґрунтуються інвестиційні рішення;

- неврахування методології фундаментального і технічного аналізу акцій.

Головний висновок для фінансистів-практиків, який впливає з концепції Марковіца, полягає в тому, що в рамках стратегії мінімізації інвестиційних ризиків слід підбирати такий портфель інвестицій, в якому пріоритет віддається не стільки цінним паперам, рівень ризику кожного з яких є мінімальним, скільки комбінації активів з мінімальним кореляційним зв'язком між рівнями їх рентабельності. Така стратегія є прагматичнішою, ніж вибір найбільш прибуткових чи найменш ризикових фінансових активів. Причому за заданого рівня прибутковості ризик буде тим меншим, чим диверсифікованішим є інвестиційний портфель.

1.7.4 Модель оцінки дохідності капітальних активів (САРМ)

Однією з центральних теоретичних проблем у сфері фінансової діяльності підприємств є питання ціноутворення на фінансових ринках. Вирішенню цієї проблеми присвячена модель оцінки дохідності капітальних активів (Capital Asset Pricing Model = САРМ), яка переважно ґрунтується на висновках теорії оптимізації портфеля інвестицій та М-М-теорії. Авторами моделі є американські економісти В. Шарп, Дж. Лінтнер, Дж. Моссін. Вона побудована на тезі про те, що ціна окремих капітальних активів залежить від очікуваної рентабельності та ризику. Модель САРМ характеризує процес формування ринкової ціни окремих цінних паперів (інших об'єктів реальних і фінансових інвестицій) за умов досконалого ринку капіталів та з урахуванням систематичного ризику, який не підлягає диверсифікації.

Систематичні ризики досить часто позначаються також як ринкові. Вони характеризують ризик можливих для інвесторів втрат внаслідок кон'юнктурних коливань, зміни процентних ставок, прийняття різного роду політичних рішень, інфляції тощо. Враховуючи природу цих ризиків, вважають, що їх неможливо зменшити на основі диверсифікації вкладень.

Для дослідження процесу ціноутворення на ринку інвестицій необхідною є ідентифікація поняття «ринковий портфель інвестицій». Цей портфель включає всі наявні на ринку капітальні активи (інвестиційні можливості), є максимально диверсифікованим і характеризується ринковою нормою прибутковості та середнім по ринку рівнем ризику.

Систематичний ризик у САРМ, як правило, позначається через β -коефіцієнт. Він характеризує залежність між середньою дохідністю ринкового портфеля та ціною окремого ринкового інструменту, який входить до його складу. Вказаний коефіцієнт може бути розрахований стосовно окремих акцій, інших об'єктів інвестування чи портфелів інвестицій. Для обчислення β -коефіцієнта слід обробити статистичні дані, які характеризують варіацію (коливання) рентабельності обраного об'єкта інвестицій за кілька попередніх періодів, безризикову процентну ставку і середню дохідність ринкового портфеля. З цією метою слід розрахувати такі показники:

середнє квадратичне (стандартне) відхилення (s_A) значень рентабельності аналізованого активу (RA) в окремі періоди від середньої рентабельності активу за досліджуваний період (RA);

коефіцієнта кореляції $K(RA; RM)$, щільності зв'язку між нормою дохідності досліджуваного активу (RA) та середньою нормою дохідності по ринку в цілому (RM);

середньоквадратичне (стандартне) відхилення (s_M) рентабельності інвестицій (RM) по ринку в цілому*19.

*19: {Методика розрахунку середньоквадратичного відхилення та коефіцієнта кореляції показників розглядається у відповідних підручниках зі статистики та теорії ймовірностей.}

За наявності заданих показників, b -коефіцієнт (систематичний ризик інвестицій в актив A) рекомендується розраховувати за таким алгоритмом:

$$\beta_A = \frac{\sigma_A \cdot K(R_A; R_M)}{\sigma_M} \quad (1.5)$$

Значення b -коефіцієнта слід інтерпретувати таким чином:

якщо $b = 1$, то ризик інвестицій в аналізований актив знаходиться на рівні ринкового, а отже, і премія за ризик буде наближеною до середньоринкової ставки дохідності;

якщо $b > 1$, то вкладення в актив вважатимуться такими, яким властивий вищий, ніж середньоринковий рівень ризиковості, а отже, інвестори вимагатимуть більшу, ніж середньоринкову норму дохідності;

якщо $b < 1$, то це свідчить про нижчий за середньоринковий ризик інвестицій в аналізований актив, як наслідок — премія за ризик, на яку сподіватиметься інвестор буде меншою, ніж середньоринкова;

якщо $b = 0$, то це означає, що ризик вкладень в актив становить 0; ідеться про безризикові інвестиції.

Для прикладу наведемо дані про значення b -коефіцієнта для деяких відомих у світі компаній. У 80-х роках показник «Бета» для корпорації Chrysler становив близько 1,28; Ford — 1,25; Coca-Cola — 0,62; Walt Disney — 0,9. Наприкінці 90-х років b -фактор у Nestle дорівнював 1,03; ABB — 0,75; Zschokke — 1,21.

Модель оцінки дохідності капітальних активів будується, як правило, в графічному вигляді, де першим кроком є побудова так званої лінії ринку капіталів (capital market line). Ця лінія в системі координат $R - \delta$ описує залежність очікуваної норми прибутковості максимально диверсифікованого ринкового портфеля цінних паперів від рівня його ризиковості. Кінцевим етапом побудови CAPM є виведення на основі лінії ринку капіталів, прямої ринку цінних паперів (security market line, SML), яка показує залежність між очікуваною нормою прибутковості вкладень в окремі види активів, що є складовою ринкового портфеля інвестицій, від рівня їх ризиковості.

Лінія ринку капіталів. Згідно з припущеннями всі учасники ринку прагнуть сформувати найоптимальніший портфель інвестицій з погляду ризиковості та прибутковості. На графіку (рис. 1.9) з допомогою кривої АВ представлені різні комбінації портфельів інвестицій (наприклад, акцій). З метою найповнішої диверсифікації вкладень раціональні інвестори формують свої інвестиційні портфелі за рахунок усіх наявних на ринку фінансових інструментів. Кожна точка на кривій АВ характеризує іншу комбінацію капітальних активів. Структура вкладень у ризикові активи, які представлені в ринковому портфелі, є для всіх інвесторів однаковою: кожен інвестор володіє певною їх частиною. Окремі ринкові портфелі різняться між собою лише співвідношенням між ризиковими та безризиковими інструментами, які є в їх

складі. Це співвідношення залежить від схильності до ризику окремих інвесторів.

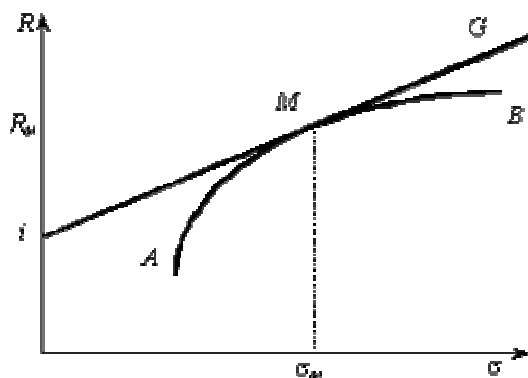


Рисунок 1.9 – Пряма ринку капіталів

Можливість залучення та вкладення коштів за безризиковою ставкою (i) суттєво розширює діапазон можливих альтернатив для інвесторів. Пряма ринку капіталів утворюється в результаті дотику прямої, яка характеризує безризикові вкладення, та кривої портфеля ризикових інвестицій. Отже, M — репрезентує фондовий ринок у цілому, тобто сукупний ринковий портфель або «суперінвестиційний портфель, який є міні-зрізом сукупного ринкового портфеля». Зрозуміло, що такий портфель є суто теоретичним. Пряма iMG характеризує лінійну залежність між премією, якої очікує інвестор при вкладанні коштів у ринковий портфель капітальних активів, і рівнем ризику?

Ця пряма репрезентує найефективніші варіанти інвестиційних портфелів, які включають ризикові та безризикові активи. Всі інші точки на кривій AB (що репрезентують ринковий портфель) є менш ефективними, оскільки за однакового ризику з відповідним портфелем на прямій ринку капіталу портфелі характеризуються меншим рівнем рентабельності або за однакового рівня прибутковості є ризикованішими.

Різниця $(R_M - i)$ показує величину премії, на яку очікує інвестор, готовий інвестувати кошти в середньоринковий портфель з рівнем ризику σ_M . Інакше кажучи, це — середньоринкова ціна ризику за наявності ринкової рівноваги.

Пряма ринку цінних паперів. У той час як пряма ринку капіталів характеризує «ринкову ціну ризику», тобто середню вартість капіталу на ринку за умов невизначеності, пряма ринку цінних паперів виражає спробу з'ясувати можливу ринкову ціну (курсову вартість) окремих цінних паперів чи інших ризикових активів, які входять до складу ринкового портфеля інвестицій. Модель оцінки прибутковості інвестиційних вкладень полягає саме в побудові прямої ринку цінних паперів. Для цього слід побудувати систему координат $R - b$, де R — очікуваний рівень рентабельності капітальних активів; b — рівень систематичного ризику вкладень в окремі акції чи інвестиційний портфель (рис. 1.10). Точка (i) характеризує рівень прибутковості вкладень у безризикові активи.

SAPM передбачає, що існує лінійна залежність між ризиком (бета-коефіцієнтом) та премією за ризик, яку очікують інвестори. Враховуючи те, що

безризикова норма дохідності цінних паперів відповідає нульовому ризику ($b = 0$), а рентабельність ринкового портфеля характеризується ризиковістю $b = 1$, пряму ринку цінних паперів можна побудувати, спроектувавши лінію через ці дві точки. Кожна точка на прямій ринку цінних паперів дорівнює частці ризику (відповідно прибутковості), яка відповідає окремому активу, що входить в максимально диверсифікований ринковий інвестиційний портфель M.

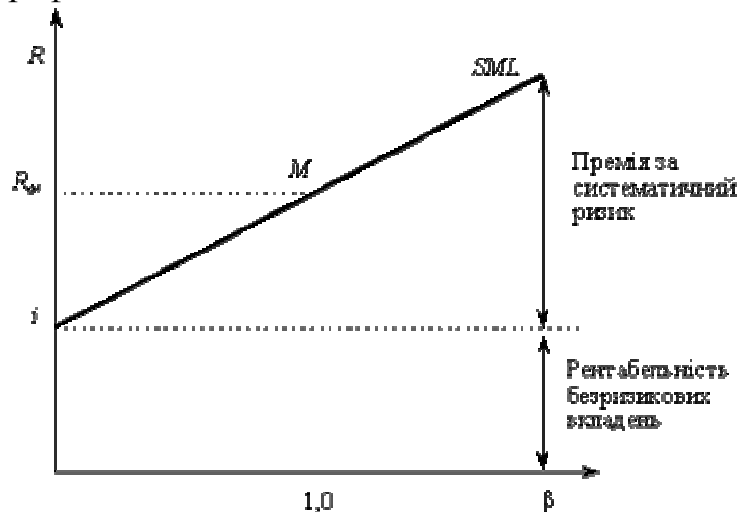


Рисунок 1.10 – Модель ціноутворення активів (CAPM)

Отже, очікувана рентабельність окремого виду капітальних активів за умови, що всі можливості диверсифікації вичерпані, залежить від таких чинників:

- безризикової процентної ставки на ринку капіталів (i);
- бета-коефіцієнта (рівень систематичного ризику, властивого для активу);
- очікуваної середньої прибутковості максимально диверсифікованого ринкового портфеля інвестицій (RM).

Модель оцінки капітальних активів (CAPM) можна уявити у вигляді очікуваної рівноважної рентабельності вкладень, яка дорівнює сумі безризикової процентної ставки та премії за ризик вкладень у певний актив, що визначається як добуток рівня систематичного ризику, властивого цьому активу, та середньоринкової премії за ризик:

$$CAPM(RA) = i + (RM - i) \cdot bA, \quad (1.6)$$

де CAPM (RA) — очікувана інвестором рентабельність капітальних активів за умови ринкової рівноваги.

Правило прийняття інвестиційних рішень згідно з CAPM має такий вигляд: слід вкладати кошти в ті інвестиції, прогнозована рентабельність яких є вищою, ніж рівноважна рентабельність, розрахована за CAPM. У разі наявності багатьох альтернатив слід віддати перевагу тим, рентабельність яких найбільш відрізняється від рівноважної у бік збільшення. Для того, щоб зрозуміти механізм прийняття інвестиційних рішень за допомогою CAPM, розглянемо умовний приклад.

Теорія арбітражного ціноутворення. Дещо конкретизованішим варіантом CAPM є концепція арбітражного ціноутворення (Arbitrage Pricing Theory = АРТ). Автором її є відомий американський економіст А. Росс. Модель АРТ можна розглядати як більш практично орієнтоване продовження CAPM. На відміну від CAPM, яка розглядає β -коефіцієнт як досить абстрактну статистичну величину, що синтезує всі фактори невизначеності, АРТ досліджує вплив окремих макро- та мікроекономічних компонентів систематичного ризику на процес ціноутворення. Хоча теорія не прив'язується до якихось конкретних факторів, це може бути інфляція, процентні ставки, зміна кон'юнктури тощо. Замість показника β в CAPM-модель підставляються показники чутливості окремих цінних паперів до впливу окремих факторів ризику: b_1 ; b_2 ; b_3 . Очікувана середня прибутковість портфеля інвестицій, яка залежить від впливу окремих факторів ризику, позначається за допомогою r_1 ; r_2 ; r_3 . Отже, премія за ризик згідно з АРТ визначається за такою формулою:

$$\text{АРТ: } r_a - i = (r_1 - i) b_1 + (r_2 - i) b_2 + (r_3 - i) b_3 + \dots + (r_x - i) b_x. \quad (1.7)$$

Оцінюючи значення CAPM та АРТ як елементів теоретичного фундаменту фінансової діяльності підприємств, слід зазначити, що моделі можуть використовуватися в таких випадках:

- 1) при прийнятті рішень про вкладання коштів в альтернативні проекти;
- 2) при визначенні показника вартості капіталу підприємства та оцінки підприємства в цілому;
- 3) при аналізі доцільності придбання основних засобів чи використання їх на основі лізингу;
- 4) при аналізі доцільності злиття чи поглинання підприємств;
- 5) при визначенні впливу дивідендної політики на курс акцій;
- 6) при визначенні ставки капіталізації чи дисконтування в процесі оцінки вартості підприємства.

В цілому результати теоретичних досліджень неокласиків для вітчизняних підприємств мають переважно теоретичне значення. Це зумовлено тим, що їхні концепції побудовані на досить рестриктивних припущеннях: наявності досконалого ринку капіталів; відсутності асиметричної інформації та абстрагування від впливу податків, а також, якщо всі учасники ринку мають однаковий доступ до всієї інформації, щодо об'єктів інвестування (фінансування). Зрозуміло, що дотримання цих умов є проблематичним не лише для України, а й для країн з розвинутою ринковою економікою. За певних обставин висновки теорії можуть бути використані при впровадженні системи раннього попередження та реагування як елемента антикризового фінансового управління.

1.7.5 Неоінституційна теорія фінансування

Суттєвим недоліком неокласичної теорії є те, що вона не передбачає наявності різних інституцій, зокрема фінансових посередників, різних форм фінансування, різних форм організації бізнесу.

На відміну від неокласичної, неоінституційна теорія фінансування досліджує діяльність окремих інституцій та фінансові відносини, які виникають між ними, у комплексі та взаємозв'язку. На нашу думку, вона характеризується більшим рівнем об'єктивності та практичної значущості. Згідно з неоінституційним підходом, до числа найвідоміших представників якого належать американські економісти К. Ерроу, В. Баумоль, М. Дженсен, В. Меклінг, проблематика фінансування та інвестування підприємств розглядається не сепаратно, а інтегровано.

Заперечуючи наявність досконалого ринку капіталів, неоінституціоналісти відстоюють необхідність функціонування фінансових посередників, використання різноманітних форм організації бізнесу та різних видів фінансування. Значною мірою неоінституційна теорія пояснює наслідки нерівномірного доступу до інформації учасників фінансових відносин та використання у власних інтересах переваг в інформаційному забезпеченні сторін, що мають доступ до інформації.

Серед численних концепцій неоінституційної теорії виокремимо дві основні:

теорія агентських відносин;

теорія фінансового посередництва.

Теорія агентських відносин. Проблематика прийняття фінансових рішень значною мірою зумовлена конфліктами інтересів, які виникають у результаті розподілу функцій надання капіталу підприємству та управління ним. Предметом дослідження теорії агентських відносин є форми коопераційних зв'язків між окремими економічними суб'єктами, які прагнуть якомога краще реалізувати свої (власні) інтереси. Проблема полягає в тому, що, досягаючи своїх цілей, одні групи інтересів вступають у протиріччя з іншими групами. Діючі економічні суб'єкти вважаються агентами, а суб'єкти, досягнення цілей яких безпосередньо залежать від указаної діяльності, — принципалами.

Типовими принципал-агент-відносинами є зв'язки між капіталодавцем та господарськими суб'єктами, які отримали капітал в оперативне розпорядження. Капіталодавця можна розглядати як принципала (від лат. *principalis* — перший, головний), який доручає агенту (менеджеру) управляти своїм капіталом. Отже, він стає залежним від дій останнього, оскільки той може своєю діяльністю призвести або до максимізації вартості, або, навпаки — до її знецінення чи втрати. Досягнення економічних цілей принципала (інвестора, кредитора) безпосередньо залежить від ефективності діяльності агентів (менеджер, позичальник тощо). Головна мета неоінституційної теорії — узгодити фінансові відносини та умови відповідних договорів таким чином, щоб забезпечити баланс інтересів принципала та агента. Інакше кажучи, концепція покликана оптимізувати розподіл результатів діяльності, яка впливає із кооперації між принципалом та агентом.

Теорія агентських відносин досліджує принципал-агент-конфлікт між капіталодавцем (інвестором, кредитором) та капіталоодержувачем (об'єктом інвестицій, боржником, менеджерами), який може виникнути в результаті асиметрії в інформаційному забезпеченні. Наслідком інформаційної асиметрії і

зумовленої нею проблеми відносин принципала та агента є виникнення так званих агентських витрат, до яких належать:

витрати на контроль за діяльністю агента з боку капіталодавця, так звані витрати на моніторинг і контроль (діяльність ревізійної комісії, супроводження кредитних договорів, призначення тимчасової адміністрації тощо);

гарантійні витрати агента, що виникають у процесі переконання принципала в доцільності вкладення коштів у підприємство та доведення принципалу, що агент свою діяльність підпорядковуватиме інтересам принципала (витрати на санаційний аудит, оцінку кредитоспроможності та кредитного забезпечення тощо);

часткові збитки принципала, зумовлені відхиленням результатів діяльності агента від парето-оптимальних (можуть виникнути в результаті дії як об'єктивних, так і суб'єктивних чинників).

Висновки теорії агентських відносин стосовно мінімізації зазначених витрат пов'язані із заходами щодо підвищення рівня кооперації агента та принципала з метою досягнення ефекту зменшення дефіцитів в інформаційному забезпеченні. При цьому розрізняють три типи інформаційної асиметрії: невизначеність в якісних характеристиках агента; моральний ризик (Moral Hazard Problem) та можливі зловживання агента (Hold up).

Типовим прикладом збитків для принципала, які настають в результаті інформаційної асиметрії, є неповернення кредитів банківським установам. Одним із чинників виникнення проблемних кредитів є складність прогнозування банкрутства, що зумовлює обмежені можливості кредитних інститутів своєчасно виявляти загрозу фінансової неспроможності боржників та припинення фінансових відносин з ними. Ця обставина дозволяє боржнику використати переваги в інформаційному забезпеченні та час для забезпечення власних економічних інтересів на шкоду кредиторам. До цієї ж категорії проблем належать конфлікти, які виникають у процесі провадження справи про банкрутство суб'єкта господарювання.

З метою зменшення ризиків, зумовлених принципал-агент-конфліктом під час кредитування підприємств, неінституційний підхід передбачає використання таких інструментів:

оцінка кредитоспроможності та санаційний аудит;

призначення представників кредиторів у виконавчі органи підприємства;

постійний моніторинг діяльності об'єкта інвестування;

надійне кредитне забезпечення;

спеціальні фінансові застереження (Financial Covenants) у кредитних договорах.

Останні дають додаткові можливості для виявлення загрози фінансової неспроможності та обмежують фінансову діяльність боржника у разі загрози фінансової кризи. Фінансові застереження спрямовані здебільшого на те, щоб принципал одержав оперативну інформацію про зміну окремих індикаторів, на основі яких визначається загроза неплатоспроможності та банкрутства. Додаткова оцінка та прогнозування фінансового стану може здійснюватися в рамках заходів щодо супроводження кредитів. Недоліки фінансових

застережень зумовлені тим, що вони значною мірою побудовані на одержанні оперативного доступу до інформації, яка відображається в обліку та звітності. Однак, як свідчить практика, чим більша загроза фінансової неспроможності в підприємства, тим більш викривленими можуть бути показники звітності.

Якщо йдеться про пом'якшення принципал-агент-конфлікту між власниками підприємства та його менеджерами, то в такому разі доцільно розробляти механізми стимулювання діяльності менеджерів в інтересах принципалів, з одного боку, та посилення контролю за діяльністю агентів — з іншого.

З метою обмеження можливостей зловживань і недобросовісних дій керівників, посилення їхньої відповідальності перед учасниками (засновниками) підприємств і заінтересованості в результатах діяльності підприємства, підвищення на цій основі якості управлінських рішень доцільно чіткіше розмежовувати повноваження і відповідальність між учасниками (засновниками) і керівником підприємства. Для цього рекомендується уточнити умови контракту, що укладається учасниками (засновниками) або уповноваженим органом з керівником підприємства, а в разі потреби — переглянути статут підприємства. При цьому в контрактах слід чітко визначити відповідальність керівника підприємства за: реалізацію стратегії та планів діяльності підприємства; схоронність і цільове використання майна підприємства; фінансово-господарські результати діяльності підприємства; результати укладених угод з асимільованими або заінтересованими особами і структурами; розголошення комерційної таємниці; порушення умов контракту тощо. Пропонується також включати в контракти положення, що передбачають залежність винагороди керівника від прибутків підприємства, а також установити для керівників підприємств дозвільний порядок сумісництва (тільки за згодою загальних зборів учасників — для господарських товариств, уповноважених органів виконавчої влади — для державних підприємств або іншими уповноваженими представниками власника).

Теорія фінансового посередництва. В основу цієї теорії покладено дослідження ролі та механізму функціонування фінансових посередників, що розглядаються як проміжна ланка в русі капіталів між безпосередніми капіталодавцями (приватними інвесторами) та капіталоодержувачами (підприємствами). На відміну від неокласичної теорії, яка розглядає процеси фінансування за умови існування досконалого ринку капіталів, концепція фінансового посередництва вивчає можливості зменшення операційних витрат, фінансових та інвестиційних ризиків, дефіцитів в інформаційному забезпеченні учасників недосконалого ринку капіталів (який існує насправді) шляхом активізації діяльності фінансових посередників (банківських установ, інвестиційних фондів, торговців цінними паперами та ін.).

Зокрема, виконуючи функцію забезпечення координації та зв'язку між учасниками ринку капіталів, фінансові посередники можуть залучатися до пошуку осіб, які бажають взяти участь у фінансуванні підприємства, в т. ч. на умовах кредитних відносин чи на основі відносин власності. Завдяки діяльності фінансових посередників забезпечується також зменшення інформаційної

асиметрії, оскільки професійні учасники ринку капіталів мають більший доступ до інформації про діяльність об'єктів капіталовкладень, ніж безпосередні капіталодавці. Це дає змогу якісніше, на належному професійному рівні, оцінити ризики фінансових відносин з підприємствами, яким загрожує криза. Залежно від рівня загрози кризи оцінка ризиків здійснюється в процесі аналізу кредитоспроможності, прогнозування банкрутства чи оцінки санаційної спроможності боржника.

Важливою є також функція зменшення ризиків і витрат капіталодавців. Удавшись до послуг фінансових посередників, особи, які бажають інвестувати кошти, можуть диверсифікувати чи застрахувати свої ризики, а також мінімізувати витрати на зменшення асиметрії в інформації, оцінку та нейтралізацію ризиків. З іншого боку, з допомогою фінансових посередників можуть поліпшити свій фінансовий стан підприємства — об'єкти інвестування. При цьому мова може йти про використання інструментарію рефінансування дебіторської заборгованості, одержання консультаційних послуг тощо.

Можливість використання висновків теорії фінансового посередництва як елемента теоретичного забезпечення фінансової діяльності суб'єктів господарювання підтверджує практика, що свідчить: ринок капіталів за наявності фінансових посередників функціонує набагато ефективніше, ніж за їх відсутності. Отже, існує кореляційний зв'язок між ефективністю функціонування фінансових посередників, повнотою виконання їхніх функцій та фінансовим станом суб'єктів господарювання. Невиконання фінансовими посередниками своїх функцій може стати одним з факторів кризового стану реального сектора економіки.

1.7.6 Концепція максимізації вартості капіталу власників (Shareholder-Value-Konzept)

Вкладаючи кошти в корпоративні права підприємства, інвестори піддають себе значним фінансовим ризикам. Компенсацією за ризиковість є доходи, які власники можуть отримати від володіння своїми правами (у вигляді підвищення курсової вартості і дивідендів). У цьому зв'язку в сучасній теорії і практиці організації фінансової діяльності підприємств при визначенні основних завдань фінансового менеджменту пріоритетною є концепція максимізації вартості (доходів) власників корпоративних прав підприємства (Shareholder-Value-Konzept = SVK), започаткована в США у 80-х роках минулого сторіччя і досить повно викладена у відомій праці А. Рапппорта «Creating Shareholder Value, The New Standart for Business Performance» (Формування ринкової вартості акцій, нові стандарти ведення бізнесу). Згідно з цією концепцією діяльність менеджменту підприємства в цілому і фінансового менеджменту зокрема оцінюється за критерієм максимізації капіталу, який належить власникам.

Характерною особливістю концепції SVK є те, що вона передбачає конкуренцію підприємства як на ринках збуту готової продукції, так і на ринку капіталів. Концепція ґрунтується на положенні про те, що інвестори не зобов'язані вкладати свої кошти в корпоративні права конкретного

підприємства, а можуть їх інвестувати в інші прибуткові фінансові активи. Це стосується як нових інвесторів, так і тих, які вже володіють корпоративними правами і можуть продати їх на ринку з метою вкладення коштів в інші об'єкти. У цьому контексті, перед менеджментом підприємства постають два основні завдання:

1. Необхідність ведення конкуренції за власників корпоративних прав, тобто за осіб, які готові вкласти кошти у власний капітал підприємства. Це означає, що слід проводити не лише маркетинг продажу продукції, а й реалізовувати маркетингову політику на ринку капіталів.

2. Обов'язкова виплата власникам корпоративних прав мінімальних дивідендів (не менших, ніж середній їх рівень на ринку капіталів), що, в свою чергу, вимагає отримання позитивних фінансових результатів та застосування певних типів дивідендної політики.

У контексті маркетингової політики на ринку капіталів у нових науково-практичних розробках, присвячених фінансуванню підприємств, досить часто вживається термін «Investor Relations», який включає комплекс заходів щодо інформаційного та сервісного забезпечення потенційних інвесторів, у т. ч. ознайомлення зі стратегією діяльності підприємства, річною звітністю, прогностичними розрахунками фінансових результатів, показників балансу та руху грошових коштів. Шляхи передачі інформації про підприємство потенційним інвесторам можуть бути різними: публікація річних звітів, проспектів емісії, презентації, веб-сайти тощо. Завдяки Investor Relations можна досягти зниження вартості капіталу.

Мета максимізації доходів власників не завжди збігається з цілями інших груп інтересів, які перетинаються на підприємстві (великі власники, дрібні власники, менеджери, працівники, фіска, клієнти, партнери). Проблема полягає також у тому, що різні власники мають різні преференції щодо окремих складових доходів, які вони можуть одержати: одні прагнуть отримати максимальний прибуток у вигляді дивідендів, інші віддають перевагу реінвестуванню доходів з тим, щоб досягти збільшення вартості корпоративних прав у майбутньому.

Грамотні фінансові менеджери повинні забезпечити баланс інтересів різних сторін. Рецепти щодо вирішення окреслених конфліктів пропонуються в рамках теорії агентських відносин при фінансуванні. Нині як у теорії, так і на практиці домінує висновок про те, що пріоритетним критерієм прийняття фінансових рішень на підприємствах недержавної форми власності є орієнтація саме на інтереси власників. Отже, під кутом зору саме цього критерію і повинні прийматися рішення у фінансовій сфері. Ці рішення базуються на економіко-математичних розрахунках та виходять із стратегічних фінансових цілей, орієнтованих на максимізацію капіталу власників. У цьому зв'язку непересічного значення набуває контроль з боку власників за діяльністю менеджменту на предмет реалізації стратегічних цілей та максимізації вартісних показників (так званий Corporate Governance).

Тема 2 Особливості фінансування суб'єктів підприємництва різних форм організації бізнесу

2.1 Характеристика організаційно-правових форм підприємницької діяльності

Важливою передумовою успішної підприємницької діяльності треба вважати вибір організаційно-правової форми її здійснення, який зазвичай обумовлюється низкою чинників (мірою відповідальності, системою оподаткування, потребою у фінансових коштах, можливістю зміни власника, управлінськими здібностями підприємця тощо). Суб'єкти підприємництва можуть бути організовані у різних організаційно-правових формах. Повна їх класифікація подана в додатку Б. Визначимо, що розуміємо під терміном «суб'єкти господарювання». У Господарському кодексі України зазначено, що «суб'єктами господарювання визнаються учасники господарських відносин, які здійснюють господарську діяльність, реалізуючи господарську компетенцію (сукупність господарських прав та обов'язків), мають відокремлене майно і несуть відповідальність за своїми зобов'язаннями в межах цього майна». Вони бувають таких видів:

1) господарські організації – юридичні особи, створені відповідно до Цивільного кодексу України, державні, комунальні та інші підприємства, а також інші юридичні особи, які здійснюють господарську діяльність та зареєстровані в установленому законом порядку;

2) громадяни України, іноземці та особи без громадянства, які здійснюють господарську діяльність та зареєстровані відповідно до закону як підприємці;

3) філії, представництва, інші відокремлені підрозділи господарських організацій (структурні одиниці), утворені ними для здійснення господарської діяльності.

Суб'єкти підприємництва реалізують свою господарську компетенцію на основі права власності, права господарського відання, права оперативного управління та права оперативно-господарського використання майна. Можна зустріти і такі дефініції терміну «суб'єкти господарювання»: 1) господарські організації, які діють на основі права власності, права господарського відання чи оперативного управління, мають статус юридичної особи; 2) відокремлені підрозділи (структурні одиниці) господарських організацій можуть діяти лише на основі права оперативно-господарського використання майна, без статусу юридичної особи.

Суб'єкти господарювання є інституційними одиницями національної економіки України. *Інституційна одиниця* – це господарська одиниця, основними ознаками якої є:

– право самостійного володіння товарами та активами від власного імені, що надає їй можливість обмінюватися правами власності на ці товари й активи при операціях з іншими одиницями;

– здатність приймати самостійні економічні рішення і здійснювати господарську діяльність, за яку вона сама несе пряму відповідальність і відповідає перед законом;

здатність приймати фінансові та інші зобов'язання від свого імені, а також укладати договори;

– існування для неї повного набору рахунків, включаючи баланс активів і пасивів, або практичної можливості – як з економічної, так і з юридичної точки зору – щодо підготовки повного набору рахунків, а також статистичної звітності в разі необхідності. *Інституційна одиниця* вважається *резидентом* певної країни тоді, коли вона має центр економічного інтересу (місцезнаходження житла, виробництва чи інших приміщень), що знаходиться на економічній території цієї країни, та коли вона бере участь в економічній діяльності країни протягом необмеженого або досить тривалого періоду (рік або більше), а також керується законодавством цієї країни. Резидентом є також інституційна одиниця, що тимчасово знаходиться на території іншої країни та проводить діяльність в інтересах своєї країни.

Інституційні одиниці – нерезиденти, що здійснюють операції з резидентними інституційними одиницями або мають з ними інші економічні зв'язки, утворюють групу, яка вважається за загальноприйнятою міжнародною методологією СНР'93 самостійним сектором «інший світ», призначеним для оцінки зовнішньоекономічної діяльності. До складу «іншого світу» входять певні нерезидентні інституційні одиниці, що знаходяться у географічних рамках країни, наприклад, іноземні анклавні, такі як посольства, консульства, військові бази, міжнародні організації тощо. Інституційні одиниці поділяються на дві великі групи:

- юридичні особи, що створені та здійснюють свою діяльність відповідно до законодавства, незалежно від того, які особи або суб'єкти можуть володіти ними чи контролювати їхню діяльність;

- фізичні особи або групи осіб у формі домашніх господарств.

Основними видами юридичних осіб є корпорації (включаючи квазікорпорації), некомерційні організації, органи державного управління.

Корпорації – це інституційні одиниці, що створені спеціально з метою ринкового виробництва товарів та послуг і є джерелами прибутку чи іншої фінансової вигоди для своїх власників. Корпорації знаходяться у приватній власності акціонерів і пайовиків, відповідальність кожного з яких обмежена розміром капіталу, вкладеного в акції. **Квазікорпорації** – це унітарні підприємства, тобто такі, що створюються одним засновником (власником), а в усьому іншому не відрізняються від корпорацій. Квазікорпораціями є державні, комунальні підприємства, підприємства споживчої кооперації, приватні підприємства, створені на основі приватної власності одного громадянина, а також іноземні підприємства.

Некомерційна господарська діяльність (некомерційні організації (НКО)) – це самостійна систематична господарська діяльність, здійснювана суб'єктами господарювання, спрямована на досягнення економічних, соціальних та інших результатів без мети одержання прибутку.

До **ринкових НКО** належать НКО, які надають товари та послуги за економічно значущими цінами, тобто за ціною, яка дозволяє вплинути на рівень попиту. З іншого боку, статус НКО дозволяє їм мати додаткові кошти у вигляді добровільних пожертвувань приватних осіб, корпорацій або органів державного правління, за рахунок яких вони можуть одержати активи, що приносять значні доходи від власності.

До **неринкових** належать НКО, які надають основну частину товарів і послуг безкоштовно або за цінами, які не мають економічного значення. Головним джерелом фінансування для них є кошти державного бюджету, регулярні внески їхніх членів, пожертвування, інші трансферти, а також доходи від власності. У складі неринкових НКО виділяють дві основні групи:

— НКО, які контролюються і в основному фінансуються органами державного управління;

— НКО, які обслуговують домогосподарства.

Домашні господарства (домогосподарства) – це сукупність осіб, які спільно проживають в одному житловому приміщенні або його частині, забезпечують себе всім необхідним для життя, ведуть спільне господарство, повністю або частково об'єднують та витрачають кошти. Ці особи можуть перебувати у родинних стосунках або стосунках свояцтва, не перебувати у будь-яких з цих стосунків, або бути і в тих, і в інших стосунках. Домогосподарство може складатися з однієї особи.

Основними **критеріями та чинниками**, які слід враховувати, приймаючи рішення щодо **вибору форми організації бізнесу** є:

1. Рівень відповідальності власників та їх кількість. Розрізняють форми підприємницької діяльності з обмеженою відповідальністю власників за зобов'язаннями підприємства, з необмеженою відповідальністю, а також змішані форми. У світовій практиці спостерігається чітка тенденція до вибору форм організації бізнесу з обмеженою відповідальністю, що пояснюється прагненням власників суб'єктів підприємництва обмежити свої ризики величиною вкладів у власний капітал. До таких форм належать насамперед капітальні товариства (товариства з обмеженою відповідальністю (ТОВ) та акціонерні товариства (АТ)).

2. Можливості участі в управлінні справами суб'єкта підприємництва та контролю за ним. Найважливіша функція власників підприємства полягає в участі в управлінні його діяльністю. Залежно від того, який обсяг капіталу планує інвестувати потенційний власник у бізнесову діяльність, його бачення свого місця в управлінні бізнесом, обирається та чи інша форма організації підприємницької діяльності.

Реалізувати свої права з управління підприємством власник може безпосередньо або через уповноважені ним органи. Зазначені права можуть бути також делеговані наглядовій раді, виконавчому або іншому органу, передбаченому статутом підприємства. У цьому контексті для багатьох інвесторів важливу роль також відіграє можливість забезпечення анонімності їх участі у справах підприємства.

У капітальних товариствах (АТ, ТОВ), кооперативах виконання функції управління здійснюється через участь власників у загальних зборах товариства. Безпосереднє управління справами товариств покладається на виконавчі органи. Можливість участі в управлінні партнерствами залежить від ступеня правової відповідальності учасників. Так, управління справами командитного товариства здійснюють тільки учасники з повною відповідальністю. Як правило, ці самі учасники виконують також функції виконавчого органу.

3.Можливості фінансування. Форма організації бізнесу визначає також можливості та умови залучення власного і позичкового капіталу. Так, рівень кредитоспроможності підприємства значною мірою залежить від рівня відповідальності за борги, а також від розміру власного капіталу. Можливості використання різних інструментів фінансування залежать також від правових обмежень і рівня доступу суб'єкта підприємництва до ринку капіталів, зокрема: публічні АТ можуть залучати кошти шляхом емісії акцій та облігацій;

- ТОВ можуть залучати лише вклади учасників та шляхом емісії облігацій.

- Партнерства не можуть залучати кошти шляхом емісії облігацій чи акцій.

4. Умови передачі права власності та правонаступництво (порядок та затрати коштів і часу на вихід з числа власників суб'єкта підприємництва чи набуття права власності). Якщо корпоративні права підприємств мають вільний обіг на фондовій біржі чи іншому організованому ринку капіталів, то процедура передачі права власності є спрощеною. Якщо ж йдеться про підприємства із замкненим колом можливих власників, то процедура передачі права власності на них є дещо ускладненою і супроводжується підвищеними накладними витратами. Приймаючи відповідні рішення, слід також враховувати, що за деяких обставин позбутися права власності на суб'єкт господарювання можна лише у разі його реорганізації чи ліквідації. Останній варіант, як правило, пов'язаний з додатковими затратами.

5.Умови оподаткування суб'єктів підприємництва різних форм організації бізнесу. В цілому для всіх видів підприємств встановлені однакові умови оподаткування. Особливості передбачені для приватних підприємців, які здійснюють свою діяльність без створення юридичної особи; для підприємств, які за встановленими критеріями належать до малого бізнесу; для підприємств з іноземними інвестиціями (при репатріації доходів). Окрім цього, певні особливості встановлені для оподаткування об'єднань суб'єктів підприємництва.

6.Накладні витрати, зумовлені окремими формами організації бізнесу. Для різних форм організації бізнесу характерний різний рівень накладних витрат як при заснуванні, так і при здійсненні поточної фінансово-господарської діяльності. Ці витрати пов'язані з особливостями ведення фінансового та податкового обліку, складання звітності, із залученням додаткового капіталу, організацією управління тощо. Прикладом специфічних накладних витрат можуть бути емісійні витрати, витрати на обов'язкові аудиторські перевірки, обов'язкову публікацію звітності в засобах масової

інформації, організацію зборів власників тощо. Окрім цього, слід приховувати законодавчі вимоги щодо мінімального розміру статутного капіталу для різних форм бізнесової діяльності.

7. Законодавчі вимоги щодо відповідності виду діяльності формам організації бізнесу. Наприклад, банки можуть створюватися лише у формі АТ чи ТОВ, страховики - юридичні особи - у формі акціонерних, повних, командитних товариств або товариств з додатковою відповідальністю, ломбарди - у формі повних товариств. Дозвіл на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів можуть отримати АТ, статутний капітал яких сформовано за рахунок виключно іменних акцій, ТОВ, товариства з додатковою відповідальністю, повні та командитні товариства, для яких операції з цінними паперами становлять виключний вид їх діяльності.

2.2 Фінансова діяльність господарських товариств

До господарських товариств відносяться акціонерні, повні, командитні товариства, товариства з додатковою та обмеженою відповідальністю.

Акціонерні товариства (АТ)

Акціонерне товариство – господарське товариство, статутний капітал якого поділено на визначену кількість акцій однакової номінальної вартості, корпоративні права за якими посвідчуються акціями. Акціонери не відповідають за зобов'язаннями товариства, але несуть ризик збитків, пов'язаний з діяльністю товариства, тільки в межах належних їм акцій. У випадках, передбачених статутом, акціонери, які не повністю оплатили акції, несуть відповідальність за зобов'язаннями товариства у межах несплаченої частини вартості належних їм акцій. До акціонерних товариств належать: публічне акціонерне товариство, акції якого можуть розповсюджуватися публічно та приватно; приватне (закрите) акціонерне товариство, акції якого розподіляються між засновниками і не можуть розповсюджуватися публічно, тобто купуватися та продаватися на біржі. Кількісний склад акціонерів приватного АТ не може перевищувати 100 акціонерів. Засновниками акціонерного товариства визнаються держава в особі органу, уповноваженого управляти державним майном, територіальна громада в особі органу, уповноваженого управляти комунальним майном, а також фізичні та/або юридичні особи, що прийняли рішення про його заснування. Засновниками акціонерного товариства можуть бути одна, дві чи більше осіб. Засновниками може укладатися засновницький договір, у якому визначаються порядок провадження спільної діяльності щодо створення акціонерного товариства, кількість, тип і клас акцій, що підлягають придбанню кожним засновником, номінальна вартість і вартість придбання цих акцій, строк і форма оплати вартості акцій, строк дії договору. Для створення акціонерного товариства засновники повинні провести закрите (приватне) розміщення його акцій, установчі збори та здійснити державну реєстрацію акціонерного товариства. Засновники несуть солідарну відповідальність за зобов'язаннями, що виникли до реєстрації акціонерного товариства. Публічне акціонерне товариство

зобов'язане мати власну веб-сторінку в мережі Інтернет, на якій розміщується інформація, що підлягає оприлюдненню відповідно до законодавства.

Товариства з обмеженою відповідальністю (ТОВ)

Товариством з обмеженою відповідальністю визнається товариство, що має статутний (складений) капітал, розділений на частки, розмір яких визначається установчими документами. Максимальна кількість учасників ТОВ може досягати 10 осіб. Учасники товариства несуть відповідальність у межах їх вкладів. Учасники товариства, які не повністю внесли вклади, несуть солідарну відповідальність за його зобов'язаннями у межах вартості невнесеної частини вкладу кожного з учасників.

Командитні товариства

Командитним товариством визнається товариство, в якому разом з одним або більше учасниками, які здійснюють від імені товариства підприємницьку діяльність і несуть відповідальність за зобов'язаннями товариства всім своїм майном (комплементарії), є один або більше учасників, відповідальність яких обмежується вкладом у майні товариства (вкладників), та які не беруть участі у діяльності товариства. Якщо у командитному товаристві беруть участь два або більше учасників з повною відповідальністю, вони несуть солідарну відповідальність за боргами товариства. Особа може бути повним учасником тільки в одному командитному товаристві. Повний учасник командитного товариства не може бути учасником повного товариства. Повний учасник командитного товариства не може бути вкладником цього самого товариства. Найменування командитного товариства повинно містити імена (найменування) всіх повних його учасників, слова «командитне товариство» або містити ім'я (найменування) хоча б одного повного учасника з доданням слів «і компанія», а також слів «командитне товариство». Якщо у найменування командитного товариства включене ім'я вкладника, такий вкладник стає повним Учасником товариства.

Повні товариства

Повним визнається таке товариство, всі учасники якого займаються спільною підприємницькою діяльністю і несуть солідарну відповідальність за зобов'язаннями товариства усім своїм майном. Особа може бути учасником тільки одного повного товариства.

Товариство з додатковою відповідальністю

Товариством з додатковою відповідальністю визнається товариство, статутний (складений) капітал якого поділений на частки визначених установчими документами розмірів. Учасники такого товариства відповідають за його боргами своїми внесками до статутного (складеного) капіталу, а при недостатності цих сум - додатково належним їм майном в однаковому для всіх учасників кратному роз-мірі до внеска кожного учасника.

2.3 Фінансова діяльність промислово-фінансових груп, венчурних і ріелтерських підприємств

Підприємство може бути учасником промислово-фінансової групи (або транснаціональної промислово-фінансової групи, якщо до складу групи входять

українські та іноземні юридичні особи). Розрізняють фінансово-промислові та промислово-фінансові групи.

Відповідно до вітчизняного законодавства, **промислово-фінансова група (ПФГ)** – об'єднання, до якого можуть входити промислові підприємства, сільськогосподарські підприємства, банки, наукові і проектні установи, інші установи та організації всіх форм власності, що мають на меті отримання прибутку, та яке створюється за рішенням уряду України на певний термін з метою реалізації державних програм розвитку пріоритетних галузей виробництва і структурної перебудови економіки України, включаючи програми згідно з міждержавними договорами, а також виробництва кінцевої продукції. У російському законодавстві дається таке визначення **фінансово-промислової групи**:

ФПГ – сукупність юридичних осіб, що діють як основні і до-іоні товариства, що цілком або частково об'єднали свої матеріалі і нематеріальні активи (система участі) на основі договору *по* створення ФПГ із метою технологічної чи економічної інтеграції для реалізації інвестиційних та інших проектів і програм, спрямованих на підвищення конкурентоздатності і розширення ринків збуту товарів і послуг, підвищення ефективності виробництва, створення нових робочих місць. Розбіжність у термінології пояснюється статусом таких об'єднань. ПФГ – створюються з допомогою держави, ФПГ – без її втручання.

У складі ПФГ може бути тільки одне головне підприємство. Головне підприємство та учасники ПФГ зберігають статус юридичної особи, а також незалежність у здійсненні виробничої, господарської і фінансової діяльності ПФГ не має статусу юридичної особи. Право діяти від імені ПФГ має виключно головне підприємство ПФГ. Підприємство, установа, організація можуть бути головним підприємством чи учасником тільки однієї ПФГ. У складі ПФГ може бути тільки один банк. Головним підприємством ПФГ не можуть бути торговельне підприємство, транспортне підприємство, підприємство у сфері громадського харчування, побутового обслуговування, матеріально-технічного постачання, банк, фінансово-кредитна установа. Створення ПФГ забороняється у сфері торгівлі, громадського харчування, побутового обслуговування населення, матеріально-технічного постачання, транспортних послуг. Кабінет Міністрів України приймає до розгляду проекти створення ПФГ за умови, що розрахунковий обсяг реалізації кінцевої продукції ПФГ буде еквівалентним сумі 100 млн. дол. за рік починаючи з другого року після створення ПФГ. Цей строк може бути продовжено окремою постановою Кабінету Міністрів України у разі створення ПФГ для виробництва новоосвоюваних видів кінцевої продукції та з довгостроковим циклом виробництва. Учасниками ФПГ визнаються юридичні особи, що підписали Договір про створення фінансово-промислової групи, і заснована ними центральна компанія фінансово-промислової групи, або основне і дочірнє товариства, що утворюють фінансово-промислову Тупу. До складу ФПГ можуть входити комерційні і некомерційні організації, у тому числі й іноземні, за винятком суспільних і релігійних організацій (об'єднань). Участь більш ніж у одній ФПГ не допускається. Серед

учасників ФПГ обов'язкова наявність організацій, що діють у сфері виробництва товарів і послуг, а також банків чи інших кредитних організацій.

Учасник ПФГ – підприємство, банк або інша наукова чи проектна установа, організація, створені згідно з законодавством України, або іноземна юридична особа, що входить до складу ПФГ, виробляє проміжну продукцію ПФГ або надає банківські та інші послуги учасникам і головному підприємству ПФГ і має на меті отримання прибутку. Кінцева продукція ПФГ – продукція, включаючи науково-технічну документацію та інші об'єкти права інтелектуальної власності, з метою виробництва якої створюється ПФГ. Проміжна продукція ПФГ – продукція, включаючи науково-технічну документацію та інші об'єкти права інтелектуальної власності, яка виробляється учасником ПФГ, використовується для виробництва кінцевої продукції ПФГ і реалізується виключно іншому учаснику або головному підприємству ПФГ. При реалізації такої продукції за межами ПФГ ця продукція проміжною не вважається.

Розрізняють ПФГ трьох типів: вертикально інтегровані, горизонтально інтегровані і конгломератний тип.

При формуванні ПФГ використовується ще один метод. Він полягає у створенні в структурі групи так званих «*фінансових басейнів*», до яких крім банків повинні входити страхові компанії, пенсійні фонди, інвестиційні компанії і фонди, брокерські контори, фонди взаємного страхування й інші органи, що акумулюють кошти, частина яких також може бути спрямована на фінансування проектів ПФГ.

Функціонування ПФГ вигідне і для держави. *По-перше*, вирішується проблема скерування банківського капіталу в промисловість; *по-друге*, збільшується надійність банківської системи в цілому, удосконалюється її структура; *по-третьє*, підсилюється конкуренція між банками усередині ПФГ за обслуговування найбільш вигідних учасників групи, між ПФГ – за залучення нових великих організацій.

З розвитком підприємницької діяльності в Україні з'являється багато нових понять і визначень. Одне з них – «ріелтер». Це поняття означає особу, що займається підприємницькою діяльністю, здійснюючи різні угоди з землею, будинками, будівлями, житловими і нежилими приміщеннями, тобто з нерухомим майном.

Ріелтерська діяльність – це вид підприємницької діяльності, який здійснюється юридичними особами й індивідуальними підприємцями на основі угоди з зацікавленою особою (або за дорученням) від її імені і за її рахунок або від свого імені, але за рахунок і в інтересах зацікавленої особи з метою цивільно-правових угод щодо земельних ділянок, будинків, будівель, споруд, житлових і нежилих приміщень і прав на них. Зазначається, що послуги щодо оцінки нерухомості не є ріелтерською діяльністю.

Ріелтерська діяльність не підлягає ліцензуванню. Ріелтерами можуть бути як юридичні, так і фізичні особи, що займаються підприємницькою діяльністю в рамках чинного законодавства.

Відповідно до Цивільного кодексу, основною метою діяльності комерційних організацій є отримання прибутку. Очевидно, що організації, які займаються ріелтерською діяльністю, можуть створюватися тільки у формі господарських товариств (повних, довірчих, ТОВ й АТ, виробничих кооперативів, державних і муніципальних підприємств).

Оскільки ріелтерська діяльність – це комерційна діяльність, то не може бути ріелтерською некомерційна організація.

Інвестором **венчурних фондів** можуть бути:

- комерційні банки. Комерційні банки насамперед зацікавлені в зниженні своїх кредитних ризиків;

- інвестиційні банки. Інвестиційні банки – це інвестиційні інститути, що займаються розміщенням нових випусків цінних паперів; правильніше вважати інвестиційний банк не інвестором а фінансовим посередником;

- торгові банки. Торговий банк схожий і на комерційний, і на інвестиційний. Торгові банки мають значний капітал, що дозволяє їм здобувати цінні папери не тільки для перепродажу, але і як об'єкт інвестицій. Крім того, торгові банки здійснюють характерні для комерційних банків розрахункові і кредитні послуги;

- інститути спільного інвестування. Прийняття Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» заклало підґрунтя нового виду діяльності та утворило умови для створення нових інститутів на фондовому ринку.

2.4 Фінансова діяльність державних підприємств

Державними підприємствами відповідно до Господарського кодексу України є підприємства, що діють на основі державної власності. Залежно від способу утворення (заснування) та формування статутного фонду в Україні діють підприємства **унітарні та корпоративні**. *Державне унітарне підприємство* утворюється компетентним органом державної влади в розпорядчому порядку на базі відокремленої частини державної власності, як правило, без поділу її на частки, і входить до сфери його управління. Органом управління державного унітарного підприємства є керівник підприємства, який призначається органом, до сфери управління якого входить підприємство, і є підзвітним цьому органу. Державні унітарні підприємства діють як державні комерційні підприємства або казенні підприємства. *Державне комерційне підприємство* є суб'єктом підприємницької діяльності, діє на основі статуту на принципах підприємництва, і несе відповідальність за наслідки своєї діяльності усім належним йому на праві господарського відання майном. Майно державного комерційного підприємства закріплюється за ним на праві господарського відання. Статутний фонд державного комерційного підприємства утворюється уповноваженим органом, до сфери управління якого воно входить, до реєстрації цього підприємства як суб'єкта господарювання. Мінімальний розмір статутного фонду державного комерційного підприємства встановлюється законом. Держава та орган, до сфери управління якого входить

державне комерційне підприємство, не несуть відповідальності за його зобов'язаннями.

Казенні підприємства створюються у тих видах економічної діяльності, в яких:

- законом дозволено здійснення господарської діяльності лише державним підприємствам;
- основним (понад 50 %) споживачем продукції (робіт, послуг) виступає держава;
- за умовами господарювання неможлива вільна конкуренція товаровиробників чи споживачів;
- переважаючим (понад 50 %) є виробництво суспільно необхідної продукції (робіт, послуг), яке за своїми умовами і характером потреб, що ним задовольняються, як правило, не може бути рентабельним;
- приватизацію майнових комплексів державних підприємств заборонено законом.

Казенне підприємство створюється за рішенням Кабінету Міністрів України. У рішенні про створення казенного підприємства визначаються обсяг і характер основної діяльності підприємства, а також орган, до сфери управління якого входить підприємство, що створюється. Реорганізація і ліквідація казенного підприємства проводяться за рішенням органу, до компетенції якого належить створення даного підприємства. Майно казенного підприємства закріплюється за ним на праві оперативного управління в обсязі, зазначеному в статуті підприємства. Орган, до сфери управління якого входить казенне підприємство, затверджує статут підприємства, призначає його керівника, дає дозвіл на здійснення казенним підприємством господарської діяльності, визначає види продукції (робіт, послуг), на виробництво та реалізацію якої поширюється зазначений дозвіл. Найменування казенного підприємства повинно містити слова «казенне підприємство».

В Україні сьогодні також діють і **корпоративні державні підприємства**. Щодо статусу державних акціонерних товариств, 100% акцій яких перебуває у державній власності, слід зазначити таке. Відповідно до Господарського кодексу України державне унітарне комерційне підприємство може бути перетворено у випадках та порядку, передбачених законом, у корпоратизоване підприємство (державне акціонерне товариство). На сьогодні відсутні чіткі положення, які б визначали правовий статус майна державних акціонерних товариств, 100 % акцій яких перебуває у державній власності. Аналіз чинного законодавства (Цивільного і Господарського кодексів України, Закону України «Про приватизацію державного майна» дає підстави зробити висновок, що майно, передане до статутних фондів державних акціонерних товариств, 100 % акцій яких належать державі, є державною власністю. У зв'язку з цим більшість науковців вважають, що державні акціонерні товариства, статутний фонд яких сформовано за рахунок державного майна і 100% акцій яких перебуває у державній власності, також є підприємствами державної форми власності. Одночасно слід зазначити, що у Господарському кодексі України визначене

таке поняття як «суб'єкти господарювання державного сектору економіки». Це суб'єкти, що діють на основі лише державної власності, а також суб'єкти, державна частка у статутному фонді яких перевищує 50 % чи становить величину, яка забезпечує державі право вирішального впливу на господарську діяльність цих суб'єктів. Однак, не всі суб'єкти господарювання державного сектору економіки є державними підприємствами.

В Україні виділяють такі ще види державних підприємств: 1) акціонерні компанії з державною часткою володіння понад 50 %, але меншою, ніж 75 %; 2) акціонерні компанії з державною часткою володіння понад 25 %, але меншою, ніж 50 %; 3) акціонерні компанії з державною часткою володіння менше 25 %; 4) державні холдингові компанії. За основною відмінністю між ними, що полягає у можливості бути приватизованими та відповідно до законодавства залучати приватні інвестиції, ці підприємства можна поділити на дві групи. До першої групи входять унітарні та корпоративні державні підприємства, до другої - всі інші види. Якщо державні підприємства першої групи перебувають у повному державному володінні, то підприємства другої групи (усі з яких є корпораціями) можуть частково належати іншим недержавним учасникам (державна частка в таких компаніях коливається від 0,1 % до 74 %). Підприємства, які «не можуть приватизовуватись», переважно належать до тих, що віднесені до державних унітарних підприємств, а ті, які «можуть приватизовуватись», - державних корпоративних підприємств.

Особливості статусу державних підприємств враховуються при розробленні державної політики. Ця політика реалізується державними органами через: а) призначання керівників державних підприємств; б) встановлення планів, зокрема фінансових; в) втручання в їхню діяльність (державні замовлення, обмеження операційної, інвестиційної та фінансової діяльності, норматив розподілу прибутку); г) впровадження системи обліку і звітності перед державними органами; д) участь у корпоративному управлінні на правах суб'єкта. Державні підприємства найчастіше зустрічаються у державному управлінні, здійсненні операцій з нерухомістю та наданні послуг, комунальні – у сфері освіти. Акціонерні компанії з часткою державної форма власності від 0,1 % до 30 % у таких видах економічної діяльності, як рибальстві (73,1 %), готелях і ресторанах (76,9 %), транспорті і зв'язку (68,2 %), роздрібний торгівлі та побутових послугах (65,6 %).

Державні підприємства мають особливу процедуру відчуження майна. В процедурі банкрутства мирова угода та план санації господарських організацій з корпоративними правами держави понад 25 % їх статутного фонду погоджуються з ФДМУ та державним органом з питань банкрутства. Відчуження майна господарських організацій з корпоративними правами держави понад 25 % їх статутного фонду в процедурі банкрутства здійснюється відповідно до законодавства з питань приватизації. Продаж господарськими організаціями у процесі санації корпоративних прав держави інвестору здійснюється на умовах, визначених планом санації, з урахуванням вимог законодавства з питань приватизації.

Господарським кодексом не регламентовано процедуру складання фінансового плану для державних та інших підконтрольних державі підприємств. Але держава як їх власник має право без явного законодавчого підґрунтя визначати процедуру фінансового планування, однак для акціонерних товариств таке затвердження фінпланів повинне відбуватися через збори акціонерів.

Фінансовий план не містить прив'язки рядків до Плану рахунків бухгалтерського обліку активів, капіталу, зобов'язань і господарських операцій підприємств та організацій, П(С)БО та фінансової звітності, що полегшило б його складання і контроль за виконанням. Тому його слід складати буквально з нуля з використанням прогнозних показників попередньої фінансової звітності. Адміністративної, а тим більше кримінальної відповідальності за нескладення фінансового плану чи його невиконання чинним законодавством не передбачено, але ніхто не застрахований від дисциплінарної відповідальності, якщо вона буде передбачена в контракті з керівником підприємства, що контролюється державою.

2.5 Фінансові нормативи діяльності кооперативів і кредитних спілок та їх об'єднань

Кооператив – юридична особа, утворена фізичними та/або юридичними особами на засадах добровільного членства та об'єднання майнових пайових внесків для спільної виробничої діяльності та обслуговування переважно членів кооперативу. В Україні кількість членів кооперативу залежить від його виду та виду економічної діяльності. У Німеччині, наприклад, мінімальна кількість членів будь-якого кооперативу становить сім осіб. Вважається, що головною метою створення кооперативів є не стільки одержання прибутку, скільки фінансове, організаційне сприяння господарській діяльності та задоволення економічних потреб його членів.

Кооператив має всі ознаки підприємства: самостійний баланс, розрахунковий та інші рахунки в установах банків, печатку зі своїм найменуванням, виконавчі органи. Основним правовим документом, що регулює діяльність кооперативу, є статут.

Засновниками та членами кооперативу можуть бути лише резиденти України. *Членом кооперативу* може бути фізична або юридична особа, яка зробила *вступний і пайовий внески* в розмірах, визначених статутом кооперативу (чи спілки), визнає принципи і цілі кооперативу, дотримується вимог його статуту і користується правом ухвального голосу в кооперативі. Вступ до кооперативу здійснюється на підставі поданої заяви. Рішення правління (голови) кооперативу про прийняття до кооперативу підлягає схваленню загальними зборами.

Вступний внесок – внесок фізичної або юридичної особи в грошовій формі понад пай при вступі у кооператив для організаційного забезпечення його діяльності в розмірах, встановлених статутом. Вступний внесок

зараховується в неподільний фонд і в разі виходу з кооперативу не повертається.

Статутний капітал кооперативів формується за рахунок пайових внесків. *Пай* – майновий внесок члена кооперативу у створення та розвиток капіталу кооперативу, який здійснюється шляхом передачі кооперативу майна, в т. ч. грошей, майнових прав, а також земельної ділянки. Розміри пайових внесків встановлюються в рівних частинах і/або пропорційно очікуваній участі члена кооперативу в його господарській діяльності.

Кооператив *відповідає за своїми зобов'язаннями* всім належним йому майном. Члени кооперативу (якщо інше не передбачено статутом) відповідають за зобов'язаннями кооперативу тільки в межах пайового майнового внеску. Кооператив не несе відповідальності за зобов'язаннями членів кооперативу.

Розрізняють *три основні види кооперативів*:

– *виробничі*, що здійснюють виробництво товарів, продукції, робіт, а також надання платних послуг підприємствам, організаціям, установам і громадянам (діяльність таких кооперативів ґрунтується на засадах обов'язкової трудової участі його членів у процесі виробництва);

– *споживчі (обслуговуючі)* - задовольняють потреби своїх членів та інших громадян у фінансово-кредитному, торговельному й побутовому обслуговуванні, а також членів кооперативів у житлі, садових ділянках, гаражах і стоянках для автомобілів тощо;

– *універсальні*, які розвивають різноманітну виробничу діяльність, а також здійснюють різного роду обслуговування своїх членів.

Вітчизняним законодавством передбачена можливість створення сільськогосподарських, обслуговуючих, промислових, транспортних, житлових та будівельних кооперативів, багатофункціональних товариств у системі споживчої кооперації; кредитних спілок, кооперативних банків і товариств для взаємного страхування.

До основних принципів діяльності кооперативів відносять такі:

- добровільність членства в кооперативі та безперешкодний вихід з нього;
- обов'язкова трудова участь членів кооперативу у діяльності виробничого кооперативу;
- обов'язкова участь членів у господарській діяльності обслуговуючого кооперативу;
- демократичний характер управління, рівні права у прийнятті рішень за правилом «один член кооперативу – один голос»;
- розподіл доходу між членами кооперативу відповідно до їх участі в діяльності кооперативу;
- контроль членів кооперативу за його роботою в порядку, передбаченому статутом.

Основними правами членів кооперативу є:

- участь в управлінні справами кооперативу, право голосу на загальних зборах кооперативу, право обирати і бути обраним в органи управління кооперативом;
- користування послугами кооперативу;

- одержання кооперативних виплат - частини доходу кооперативу, що підлягає розподілу між його членами;
- одержання частки доходу на пай (додатковий пай);
- одержання паю в разі виходу з кооперативу в порядку і термін, визначені статутом кооперативу.

Членами *сільськогосподарського кооперативу* можуть бути як фізичні, так і юридичні особи, що здійснюють свою діяльність у сфері сільського господарства. Кількість членів кооперативу **не може бути меншою ніж три особи**. Майно кооперативу відповідно до його статуту поділяється на *пайовий і неподільний капітал*. Неподільний капітал утворюється за рахунок вступних внесків і майна кооперативу (за винятком землі).

Членами виробничого сільськогосподарського кооперативу можуть бути тільки фізичні особи (які досягли **16-річного віку**), а членами обслуговуючого кооперативу – як фізичні, так і юридичні особи, які визнають статут і дотримуються його вимог, користуються послугами, формують фонди та беруть участь у діяльності кооперативу. Члени кооперативу передають право користування належною їм земельною ділянкою кооперативу як пайовий внесок у порядку, визначеному Земельним кодексом України. За земельну ділянку, передану в користування, справляється відповідна плата-згідно з договором у розмірах, визначених загальними зборами. *За претензіями кредиторів звернення стягнення на земельні ділянки, надані кооперативу в користування, не допускається*. Споживча кооперація – це добровільне об'єднання громадян для спільного ведення господарської діяльності (торговельної, заготівельної, виробничої) з метою поліпшення свого економічного та соціального стану.

Членство у споживчому товаристві може бути індивідуальним і колективним. Індивідуальне членство в споживчому товаристві реалізується в такому ж порядку, як і в інших видах кооперативів. Колективними членами споживчого товариства можуть бути селянські (фермерські) господарства, колективні сільськогосподарські підприємства, господарські товариства, кооперативні, державні та інші підприємства, що поділяють його цілі та інтереси.

Одним з різновидів кооперативів є *кредитні спілки*. Членами кредитної спілки, в тому числі її засновниками, можуть бути громадяни України, іноземні громадяни, особи без громадянства, які постійно проживають в Україні, досягли **18 років**, не обмежені у дієздатності. Кредитна спілка створюється у складі не менше ніж **50 осіб** і об'єднує громадян за місцем їх роботи, проживання, а також за професійною ознакою, ознаками членства у громадській організації, належності до релігійної організації тощо. Членові спілки, який вибуває, кредитна спілка виплачує всі його членські внески разом з належним доходом після відрахування його заборгованостей перед спілкою.

До основних видів фінансової діяльності кредитної спілки відносять:

- приймання внесків від членів спілки;
- надання позичок членам спілки та іншим кредитним спілкам;
- надання поручительств щодо виконання членами спілки зобов'язань перед третіми особами.

Члени спілки несуть фінансову відповідальність щодо її зобов'язань перед державними установами, кооперативними, громадськими об'єднаннями та фізичними особами **в межах своїх членських внесків**.

У кредитній спілці за рішенням загальних зборів створюється кредитний комітет, який складається не менше ніж з трьох членів спілки. Цей орган відповідає за реалізацію кредитної політики, визначеної правлінням, та приймає рішення про надання позичок або готує відповідні подання до розгляду правління.

Кошти кредитної спілки утворюються здебільшого із вступних і членських внесків її членів. Вступний внесок -обов'язковий незворотний внесок, що вноситься особою одноразово при її вступі до кредитної спілки та є однією з умов набуття членства в кредитній спілці. Він сплачується членом одноразово при прийнятті в спілку і не повертається при припиненні членства. Розмір вступного внеску є однаковим для всіх членів кредитної спілки та встановлюється у порядку, визначеному загальними зборами кредитної спілки, як фіксована сума. Рішенням загальних зборів може бути встановлена обов'язковість унесення всіма членами кредитної спілки з визначеною періодичністю певної суми членського внеску до резервного капіталу. Вступний внесок повністю спрямовується на формування резервного капіталу та є власністю кредитної спілки. *Членський внесок*, який належить членові спілки на правах власності, визначає його частку в майні та його особисту фінансову відповідальність за зобов'язаннями спілки. За рахунок коштів спілки формується позичковий (використовується для надання позичок) та резервний (використовується для покриття втрат від неповернення позичок) капітал.

Регулятивний капітал (власні кошти) – сума фактично сформованого резерву забезпечення покриття втрат від неповернених позичок та сума капіталу кредитної спілки, сформованого за рахунок резервного капіталу, нерозподіленого доходу (за наявності), обов'язкових пайових внесків, додаткового капіталу, за винятком добровільних цільових внесків членів кредитної спілки, зменшена на суму непокритого збитку (за наявності).

Залежно від ризиків діяльності кредитної спілки, обсягу та характеру проведення операцій, наявності мережі відокремлених підрозділів режими регулювання кредитних спілок, окрім об'єднаних кредитних спілок, поділяються на **три групи регулювання**:

- перша група – для кредитних спілок, діяльність яких пов'язана з високими ризиками;
- друга група – для кредитних спілок, діяльність яких пов'язана з середніми ризиками;
- третя група – для кредитних спілок, діяльність яких пов'язана з незначними ризиками.

Капітал кредитної спілки складається з пайового, резервного та додаткового капіталів, а також залишку нерозподіленого доходу кредитної спілки. **Пайовий капітал** кредитної спілки формується за рахунок обов'язкових та додаткових пайових членських внесків членів кредитної спілки. Розмір обов'язкового пайового внеску є однаковим для всіх членів кредитної спілки та

встановлюється у порядку, визначеному загальними зборами кредитної спілки, як фіксована сума. Для об'єднаної кредитної спілки розмір обов'язкового пайового внеску може бути встановлений у відсотках до загальної суми активів кредитних спілок. У разі припинення членства фізичної особи у кредитній спілці вступний внесок їй не повертається. Повернення обов'язкового пайового та інших внесків, крім вступного внеску, провадиться в порядку, передбаченому статутом кредитної спілки, але не пізніше ніж через один місяць після прийняття загальними зборами або спостережною радою кредитної спілки відповідного рішення. Режим залучення додаткових пайових внесків встановлюється положенням про фінансове управління кредитною спілкою або іншим внутрішнім положенням. *Обов'язковий пайовий внесок* – обов'язковий зворотний внесок, що вноситься особою при її вступі до кредитної спілки. У разі коли вступний та обов'язковий пайовий внески сплачено у різні дні, першим днем членства вважається день сплати обов'язкового пайового внеску в повному обсязі. *Додатковий пайовий внесок* – необов'язковий або обов'язковий зворотний внесок члена кредитної спілки, режим залучення якого визначається положенням про фінансове управління кредитною спілкою або іншим внутрішнім положенням. Повернення додаткового пайового внеску провадиться в порядку, передбаченому статутом кредитної спілки, але не пізніше ніж через один місяць після прийняття загальними зборами або спостережною радою кредитної спілки відповідного рішення. За умови дотримання кредитною спілкою нормативу достатності капіталу добровільні додаткові пайові внески можуть бути повернені через касу кредитної спілки. Спрямування добровільних додаткових пайових внесків на погашення кредиту та процентів за його користування здійснюється за письмовою заявою члена кредитної спілки за умови дотримання кредитною спілкою нормативу достатності капіталу. Рішенням загальних зборів за умови, якщо така можливість передбачена статутом кредитної спілки, може бути встановлена обов'язковість унесення всіма членами кредитної спілки з визначеною періодичністю певної суми додаткового пайового внеску, який повертається виключно в разі припинення членства в кредитній спілці. Додаткові пайові внески залучаються на бездоговірній основі.

За підсумками фінансового року нерозподілений дохід, що залишається у розпорядженні кредитної спілки, розподіляється між членами кредитної спілки пропорційно розміру їх пайових внесків у вигляді відсотків (процентів) у порядку, визначеному загальними зборами кредитної спілки. Крім цього, протягом року на додаткові пайові внески може розподілятися дохід у вигляді плати (процентів) у порядку та періодичністю, визначеними загальними зборами членів кредитної спілки. Умови залучення, повернення додаткових пайових внесків та умови розподілу доходу у вигляді плати (процентів) протягом року або розподілу нерозподіленого доходу за підсумками фінансового року на ці внески є однаковими для всіх членів кредитної спілки. Пайовий капітал є власністю кредитної спілки.

Джерелами формування *резервного капіталу* кредитної спілки є:

- 1) вступні внески членів кредитної спілки;

2) частина доходу кредитної спілки;

3) інші джерела, перелік яких визначено статутом кредитної спілки.

Додатковий капітал кредитної спілки формується за рахунок цільових внесків членів кредитної спілки, благодійних внесків фізичних та юридичних осіб, безоплатно отриманого майна і необоротних засобів. Нарахування плати (процентів) та розподіл доходу на ці внески не здійснюються. Додатковий капітал може бути використаний на покриття збитків. У разі припинення членства фізичної особи у кредитній спілці вступний внесок їй не повертається. Повернення обов'язкового пайового та інших внесків, крім вступного внеску, провадиться в порядку, передбаченому статутом кредитної спілки, але не пізніше ніж через один місяць після прийняття загальними зборами або спостережною радою кредитної спілки відповідного рішення. Рішенням загальних зборів, за умови, якщо така можливість передбачена статутом кредитної спілки, може бути встановлена обов'язковість унесення всіма членами кредитної спілки з визначеною періодичністю певної суми цільового внеску членів кредитної спілки в додатковий капітал, який повертається виключно при виході з кредитної спілки. Цільовий внесок в додатковий капітал залучається на бездоговірній основі. *Цільовий внесок у додатковий капітал* - необов'язковий або обов'язковий зворотний внесок цільового призначення члена кредитної спілки, який формує додатковий капітал кредитної спілки. Цільовий внесок в додатковий капітал не є платним.

Розмір кредиту, наданого одному члену кредитної спілки, не може перевищувати 20 % від капіталу кредитної спілки. Максимальний залишок за наданими кредитами одного члена кредитної спілки, окрім об'єднаної кредитної спілки, не може перевищувати 25 % від капіталу кредитної спілки. *Максимальний залишок* за наданими кредитами одного члена об'єднаної кредитної спілки не може перевищувати 30 % від капіталу об'єднаної кредитної спілки. Загальна сума заборгованості за кредитами, що пов'язані з великими ризиками, не має перевищувати 500 % капіталу кредитної спілки. Зобов'язання кредитної спілки перед одним своїм членом не повинні бути більше 10 % від загальних зобов'язань кредитної спілки. Загальна сума внесків кредитної спілки до капіталу об'єднаної кредитної спілки, внесків до капіталу кооперативного банку, внесків до капіталу бюро кредитних історій (юридичної особи, виключною діяльністю якої є збір, зберігання, використання інформації, яка складає кредитну історію) та грошових коштів, розміщених у державних цінних паперах, не може перевищувати 60 % від капіталу кредитної спілки. Контроль за дотриманням цього нормативу здійснюється на момент здійснення інвестицій. Співвідношення нерозподіленого доходу попереднього періоду та фактично отриманих кредитною спілкою доходів звітного періоду до суми витрат кредитної спілки, збільшених на суму доходу, спрямованого на формування резервного капіталу протягом звітного періоду та за підсумками фінансового року, доходу, розподіленого на пайові внески протягом звітного періоду та за підсумками фінансового року не має становити менше 100 %. Кредитна спілка має право здійснювати благодійну діяльність за рахунок частини доходу кредитної спілки, отриманого в звітному періоді, за умови

дотримання кредитною спілкою нормативів достатності капіталу, прибутковості, а також графіка формування резервного капіталу. Порядок формування резерву забезпечення покриття втрат від неповернених позичок.

Кредитною спілкою з метою покриття втрат від неповернення кредитів формується резерв забезпечення покриття втрат від неповернених позичок за рахунок частини доходів. Кредит вважається простроченим, якщо за станом на дату, визначену умовами кредитного договору, очікуваний платіж не надійшов повністю або надійшов частково. До суми очікуваного платежу, залежно від визначеного договором порядку сплати процентів та суми кредиту, можуть входити, відповідно, проценти, або проценти та частина суми кредиту, або проценти та сума кредиту. Залишок основної суми за простроченим кредитом є базою для розрахунку необхідного розміру резерву забезпечення покриття втрат від не-повернених позичок.

Віднесення кредиту до певного рівня прострочення відбувається в останній день кожного місяця (далі – дата визначення прострочення). *Покриття збитків*, які не можуть бути покриті за рахунок надходжень поточного року, здійснюється за рахунок капіталу кредитної спілки в такий черговості:

- залишку нерозподіленого доходу за попередній рік;
- резервного капіталу, сформованого за рахунок частини доходу;
- резервного капіталу, сформованого за рахунок інших джерел, визначених статутом (крім вступних внесків);
- додаткового капіталу, крім внесків членів у додатковий капітал;
- резервного капіталу, сформованого за рахунок вступних внесків.

Покриття збитків за рахунок частини капіталу, сформованого за рахунок зворотних внесків членів, відбувається в такий черговості:

- внесків членів кредитної спілки у додатковий капітал;
- додаткового пайового капіталу;
- обов'язкового пайового капіталу.

Якщо залишок непогашеної суми збитків менший за залишок того виду внеску, за рахунок якого він має бути погашений, то здійснюється пропорційне зменшення суми відповідного виду внесків кожного члена кредитної спілки. Використання капіталу кредитної спілки на покриття збитків здійснюється кредитною спілкою за результатами фінансового року в зазначеному порядку за рішенням спостережної ради кредитної спілки.

Тема 3 Формування власного капіталу підприємства

3.1 Власний капітал, його функції та складові

Власний капітал показує частку майна підприємства, яка фінансується за рахунок коштів власників і власних засобів підприємства. Тривалий час у вітчизняній теорії та практиці питанню фінансування діяльності господарських структур за рахунок капіталу власників приділялась надзвичайно мала увага, оскільки за адміністративно-командної економіки державні підприємства в

централізованому порядку наділялися статутним капіталом, який не міг бути змінений у результаті емісії (чи анулювання) корпоративних прав. Натомість домінуюча роль відводилася таким антиринковим методам фінансування підприємств, як бюджетні дотації, субсидії, субвенції.

Сьогодні досить актуальним є питання переорієнтації підприємств на ринкові форми їх фінансування, однією з яких є мобілізація ресурсів на основі залучення інвестицій в обмін на корпоративні права, емітовані юридичною особою. Спокусливим для фінансистів є те, що для залучення коштів на основі збільшення статутного капіталу не потрібні ні застава майна, ні гарантії третіх осіб; ресурси, вкладені у власний капітал підприємства, залишаються в його розпорядженні протягом довгострокового періоду.

Тим часом працівники фінансових служб підприємств, фінансові менеджери, бухгалтери, інші фахівці, які займаються практичною фінансовою роботою, стикаються зі значними труднощами при спробі використати вказаний метод фінансування. Для успішного здійснення операцій з власним капіталом підприємства та ефективного використання даної форми фінансування на практиці фінансистам слід оволодіти такими блоками питань:

цілі, порядок та умови збільшення (зменшення) статутного і власного капіталу;

резерви підприємства, їх види, значення та порядок формування;

додатковий капітал: порядок його формування та використання;

оподаткування операцій, пов'язаних зі збільшенням (зменшенням) статутного капіталу, додаткового капіталу, здійсненням реінвестицій у корпоративні права.

У науково-практичній літературі досить часто можна зустріти такі поняття, як «власний капітал», «додатковий капітал», «статутний капітал», «номінальний капітал». Для чіткого розуміння процесів, які будуть охарактеризовані далі, необхідно чітко ідентифікувати ці поняття.

Власний капітал підприємства — це підсумок першого розділу пасиву балансу, тобто перевищення балансової вартості активів підприємства над його зобов'язаннями. Основними складовими власного капіталу є статутний капітал, додатковий і резервний капітал, нерозподілений прибуток. Відомості про розміри статутного і резервного капіталу містяться у статуті підприємства. Показник власного капіталу є одним з головних індикаторів кредитоспроможності підприємства. Він — основа для визначення фінансової незалежності підприємства, його фінансової стійкості та стабільності.

Для більшості підприємств основним елементом власного капіталу є статутний (номінальний) капітал — сума вкладів власників підприємства в його активи за номінальною вартістю згідно із засновницькими документами. У відповідній статті балансу наводиться зафіксована в установчих документах загальна вартість активів, які є внеском власників (учасників) до капіталу підприємства. Сума статутного капіталу, а також рішення про його збільшення або зменшення мають бути зареєстровані у Державному реєстрі господарських одиниць і за вартістю відповідати даним фінансової звітності, зокрема балансу. Це та сума капіталу, в межах якої засновники підприємства (зокрема АТ, ТОВ)

несуть матеріальну відповідальність перед його кредиторами. Саме тому зменшення статутного капіталу за наявності заперечень кредиторів не допускається.

В окремих підприємств складовою власного капіталу є пайовий капітал. Ця стаття передбачена для кредитних спілок, споживчих товариств, колективних сільськогосподарських підприємств, житлово-будівельних кооперативів, в яких статутний капітал формується за рахунок пайових внесків. Пайовий капітал — це сукупність коштів фізичних і юридичних осіб, добровільно розміщених у товаристві відповідно до установчих документів для здійснення його господарсько-фінансової діяльності. Для забезпечення розвитку господарської діяльності підприємства пайовиками можуть вноситися додаткові пайові внески на добровільних засадах. При щорічному розподілі прибутку за рішенням зборів пайовиків на обов'язкові та додаткові пайові внески нараховуються дивіденди, які можуть бути зараховані на поповнення паю.

Важливими складовими власного капіталу є резерви, які можуть бути сформовані у формі додаткового (капітальні резерви) та резервного капіталу (резерви, створені за рахунок чистого прибутку). Особливості їх формування та використання будуть розглянуті в наступному підрозділі.

Ще одним елементом власного капіталу є нерозподілений прибуток (непокритий збиток). За цією позицією балансу відображається або сума прибутку, яка реінвестована у підприємство, або сума непокритого збитку. Сума непокритого збитку наводиться в дужках та вираховується при визначенні підсумку власного капіталу. У цій статті показується прибуток (збиток), який залишається у підприємства після сплати всіх податків, виплати дивідендів і відрахувань до резервного капіталу. Нерозподілений прибуток (збиток) може включати реінвестований у підприємство прибуток звітного і минулих періодів.

Сума непокритого збитку звітного і минулих періодів наводиться в дужках та вираховується при визначенні величини власного капіталу, аналогічно до вилученого капіталу. Останній виникає, якщо підприємство викупує у власників акції власної емісії (або частки) з метою подальшого їх анулювання чи перепродажу. За позицією «Вилучений капітал» відображається фактична собівартість відповідних корпоративних прав. Сума вилученого капіталу наводиться в дужках і підлягає вирахуванню при визначенні підсумку власного капіталу.

Сутність власного капіталу підприємства проявляється через його функції. На наш погляд, серед них можна виокремити такі основні:

Функція заснування та введення в дію підприємства. Власний капітал у частині статутного є фінансовою основою для запуску в дію нового суб'єкта господарювання.

Функція відповідальності та гарантії. Як уже було зазначено, статутний капітал є свого роду кредитним забезпеченням для кредиторів підприємства. Власному капіталу в пасиві балансу відповідають чисті активи в активній стороні балансу. Чим більший власний капітал підприємства, зокрема статутний капітал, тим більших збитків може зазнати підприємство без загрози інтересам кредиторів, отже, тим вищою є його кредитоспроможність.

Захисна функція. У той час, як попередня функція характеризує значення власного капіталу та статутного капіталу для кредиторів, захисна функція показує, яке значення має власний капітал для власників. Чим більший власний капітал, тим краще захищеним є підприємство від впливу загрозливих для його існування факторів, оскільки саме за рахунок власного капіталу можуть покриватися збитки підприємства. Якщо в результаті збиткової діяльності відбувається перманентне зменшення власного та статутного капіталу, то підприємство може опинитися на межі банкрутства.

Функція фінансування та забезпечення ліквідності. Внесками у власний капітал, разом зі спорудами, обладнанням, цінними паперами та іншими матеріальними цінностями, можуть бути грошові кошти. Вони можуть використовуватися для фінансування операційної та інвестиційної діяльності підприємства, а також для погашення заборгованості по позичках. Це, у свою чергу, підвищує ліквідність підприємства, з одного боку, та потенціал довгострокового фінансування, з іншого.

База для нарахування дивідендів і розподілу майна. Одержаний протягом року прибуток або розподіляється та виплачується власникам корпоративних прав у вигляді дивідендів, або тезаврується (спрямовується на збільшення статутного чи резервного капіталу). Нарухування дивідендів, як правило, здійснюється за встановленою ставкою відповідно до частки акціонера (пайовика) в статутному капіталі. Аналогічним чином відбувається розподіл майна підприємства у разі його ліквідації чи реорганізації.

Функція управління та контролю. Згідно із законодавством власники підприємства можуть брати участь в його управлінні. Найвищим органом АТ чи ТОВ є збори учасників товариства, які призначають керівні органи та ревізійну комісію. Фактичний контроль над підприємством здійснює власник контрольного пакета його корпоративних прав. Володіння контрольним пакетом дає можливість проводити власну стратегічну політику розвитку підприємства, формувати дивідендну політику, контролювати кадрові питання. Таким чином, статутний капітал забезпечує право на управління виробничими факторами та майном підприємства.

Рекламна (репрезентативна) функція. Солідний статутний капітал (власний капітал) підприємства створює підґрунтя для довіри до нього не тільки з боку інвесторів, а й з боку постачальників факторів виробництва і споживачів готової продукції. Крім того, підприємству із солідним власним капіталом набагато легше залучити кваліфікований персонал.

Функції статутного капіталу, а також цілі його зменшення та збільшення у систематизованому вигляді згруповані в таблиці 3.1.

Абсолютна та відносна величини власного капіталу підприємства залежать від фінансових можливостей підприємства та обраної ним політики щодо структури капіталу. Фінансування діяльності підприємства за рахунок власного капіталу є альтернативою до залучення позичкових коштів. Основні переваги і недоліки фінансування за рахунок власного капіталу пояснюються, виходячи з його функцій, цілей зменшення та збільшення.

Таблиця 3.1 – Функції та цілі збільшення (зменшення) статутного капіталу

Функції статутного капіталу	Цілі збільшення	Цілі зменшення
заснування та введення підприємства в дію	реалізація інвестиційного проекту	згорання діяльності
відповідальність і гарантії (забезпечення кредитоспроможності)	виконання вимог щодо мінімального розміру статутного капіталу	підвищення ринкового курсу корпоративних прав
захисна функція	проведення санації	санація балансу (одержання санаційного прибутку)
управління та контролю	поглинання чи придбання контрольного пакета інших підприємств	концентрація капіталу в руках активних власників
фінансування та забезпечення ліквідності	поліпшення ліквідності та платоспроможності	приведення у відповідність обсягів власного капіталу та майна
рекламна (репрезентативна) функція	модернізація чи розширення виробництва	вирішення конфліктів між власниками
база для нарахування дивідендів	оптимізація дивідендної політики	проведення певної дивідендної політики

3.2 Статутний капіталі корпоративні права підприємства

3.2.1. Номінальний капітал підприємства

Перш ніж перейти до висвітлення питання щодо залучення фінансових ресурсів на основі збільшення статутного капіталу підприємства, розглянемо сутність номінального капіталу та корпоративних прав суб'єкта господарювання.

Корпоративні права — це права власності на частку (пай) у статутному капіталі юридичної особи, включаючи права на управління, отримання відповідної частки прибутку такої юридичної особи, а також частки активів у разі її ліквідації. Емітентом корпоративних прав може бути держава в особі уповноваженого органу або юридична особа, яка від свого імені розміщує корпоративні права і зобов'язується виконувати обов'язки, що впливають з умов їх випуску.

Номінальна вартість акцій (часток) — це та вартість, яка відображається в сертифікаті акцій (чи у свідоцтві учасника) та в умовах їх випуску і береться до уваги при визначенні кількості голосів на зборах та реалізації інших прав власників. Сукупна номінальна вартість корпоративних прав, випущених підприємством, становить його номінальний, або статутний, капітал.

У разі добровільної чи примусової ліквідації (банкрутства) господарських товариств за недостатності іншого майна підприємства на погашення його зобов'язань спрямовуються кошти (майно), які формують статутний капітал. Право акціонера (учасника) на частину майна підприємства, яка перевищує його внесок у статутний капітал, може бути реалізоване лише при ліквідації

юридичної особи та наявності активів після задоволення першочергових зобов'язань.

Різниця між зареєстрованою сумою статутного (номінального) капіталу та фактично внесеною засновниками являє собою неоплачений капітал підприємства. У балансі ця сума наводиться в дужках і вираховується при визначенні величини власного капіталу.

Основними видами корпоративних прав є акції, частки учасників у статутному капіталі ТОВ і паї. Статутний капітал товариства з обмеженою відповідальністю поділений на частки, розмір яких визначається установчими документами.

Статутний капітал акціонерного товариства поділений на визначену кількість акцій рівної номінальної вартості. Акція — цінний папір без установленого строку обігу, що засвідчує часткову участь у статутному капіталі акціонерного товариства, підтверджує членство в акціонерному товаристві та право на участь в управлінні ним, дає право його власникові на одержання частини прибутку у вигляді дивіденду, а також на участь у розподілі майна при ліквідації акціонерного товариства.

Загальна номінальна вартість усіх емітованих акцій АТ (чи внесених вкладів ТОВ) становить його номінальний капітал. Випуск акцій акціонерним товариством здійснюється у розмірі його статутного капіталу або на всю вартість майна державного підприємства (у разі перетворення його на акціонерне товариство). Додатковий випуск акцій (часток) можливий у тому разі, коли попередні випуски акцій були зареєстровані і всі раніше випущені акції (внески у ТОВ) повністю оплачені за вартістю не нижчою від номінальної.

Акції можуть бути іменними та на пред'явника, привілейованими та простими. Кожна проста акція АТ надає акціонеру — її власнику однакову сукупність прав, зокрема:

- на частину прибутку акціонерного товариства (дивіденди);
- на участь в управлінні товариством (право голосу на загальних зборах товариства);
- на отримання інформації про діяльність підприємства;
- переважні права на придбання акцій нової емісії;
- на участь у розподілі ліквідаційної виручки у разі ліквідації підприємства;
- інші права, передбачені законодавством і статутом акціонерного товариства.

Аналогічні права одержують учасники ТОВ відповідно до їх частки в статутному капіталі. Особливості та категорії преференцій, які надаються привілейованими акціями, розглядаються нижче.

Форми випуску акцій: документарна або бездокументарна. Форма випуску цінних паперів визначається за рішенням емітента, затверджується ДКЦПФР при реєстрації випуску. Це є підставою для взяття цих цінних паперів на обслуговування Національною депозитарною системою як іменних цінних паперів у документарній формі, цінних паперів на пред'явника у документарній формі або цінних паперів у бездокументарній формі, іменна ідентифікація

власників яких здійснюється на підставі облікового реєстру рахунків власників у зберігача.

Випуск цінних паперів у документарній формі здійснюється емітентом шляхом виготовлення сертифікатів, які випускаються з урахуванням вимог, визначених ДКЦПФР. У разі емісії цінних паперів у бездокументарній формі емітент оформляє глобальний сертифікат, що відповідає загальному обсягу зареєстрованого випуску, і передає його на зберігання в обраний ним депозитарій.

Обіг іменної акції фіксується у реєстрі власників цінних паперів. Іменні акції, випущені в документарній формі (якщо умовами емісії спеціально не зазначено, що вони не підлягають передачі), передаються новому власнику шляхом повного індосаменту. У разі продажу акцій, які мають бездокументарну форму, право власності переходить до нового власника з моменту зарахування їх на рахунок власника у зберігача. Права на участь в управлінні, одержання доходу тощо, що випливають з іменних цінних паперів, можуть бути реалізовані з моменту внесення змін до реєстру власників іменних цінних паперів.

Підтвердженням права власності на цінні папери є сертифікат, а в разі знерухомлення цінних паперів чи їх емісії в бездокументарній формі — виписка з рахунку у цінних паперах, яку зберігач зобов'язаний надавати власникові цінних паперів. Виписка з рахунку, яка містить інформацію про наявність цінних паперів, не може бути предметом угод, що тягнуть за собою перехід права власності на цінні папери. Угоди щодо цінних паперів не підлягають нотаріальному посвідченню.

Окрім сертифіката акцій, до них може додаватися купонний лист на виплату дивідендів. Він повинен містити такі основні дані: порядковий номер купона на виплату дивідендів; порядковий номер акції, за якою виплачуються дивіденди; найменування акціонерного товариства; рік виплати дивідендів.

3.2.2. Привілейовані акції

Статутом акціонерного товариства може бути передбачено розміщення одного чи кількох типів привілейованих акцій, що надають їх власникам різні права. Привілейовані акції характеризуються тим, що вони мають переваги порівняно зі звичайними акціями, причому привілейовані акції одного типу надають їх власникам однакову сукупність прав (переваг).

Преференції, які надаються власникам привілейованих акцій, визначаються в статуті товариства та повідомленні про розміщення акцій і можуть полягати у такому:

- одержання певних переваг при розподілі прибутку та виплаті дивідендів;
- додаткові права при розміщенні нових акцій;
- переваги при голосуванні на зборах акціонерів;
- переваги при розподілі ліквідаційної виручки.

В останньому випадку надання переваг слід узгоджувати з вимогами законодавства про банкрутство, яким передбачено задоволення вимог власників корпоративних прав в останню чергу. Отже, власники привілейованих акцій можуть претендувати на першочерговість у розподілі ліквідаційної виручки

лише порівняно з власниками простих акцій, однак не з кредиторами чи іншими особами, вимоги яких задовольняються насамперед.

Звичайно, коли йдеться про привілейовані акції, то маються на увазі передусім переваги стосовно виплати дивідендів. Порядок здійснення переважного права на одержання дивідендів визначається статутом акціонерного товариства. При цьому розрізняють такі категорії привілейованих акцій:

1. Привілейовані акції з фіксованими дивідендами. Переважні права на одержання дивідендів обмежуються заздалегідь визначеною процентною ставкою, наприклад 10 %. Згідно з цим методом після виплати дивідендів привілейованим акціонерам та формування резервів прибуток підприємства розподіляється між звичайними акціонерами. На практиці може статися так, що дивіденди на прості акції перевищуватимуть дивіденди на привілейовані акції. У такому разі статутом може бути передбачено обмін привілейованих акцій на звичайні або власникам привілейованих акцій може провадитися доплата до розміру дивідендів, виплачених іншим акціонерам.

2. Привілейовані акції з мінімальним фіксованим дивідендом та додатковими бонусами. Умовами випуску таких привілейованих акцій можуть бути передбачені мінімальні дивіденди, які виплачуються в обов'язковому порядку, а за наявності достатнього прибутку — ще й додаткові дивіденди.

3. Кумулятивні привілейовані акції — категорія акцій, за якими, у разі невиконання товариством дивідендів передбачається їх накопичення. Умовами емісії цих акцій встановлюються порядок накопичення дивідендів і строки їх виплати. Якщо за результатами року у підприємства немає можливості виплачувати дивіденди, то власникам кумулятивних акцій вони нараховуються, а виплачуються в роки з достатнім рівнем прибутку.

За твердженням деяких авторів, власники привілейованих акцій не мають права брати участь в управлінні акціонерним товариством та голосувати на зборах акціонерів. Однак таке трактування привілейованих акцій є хибним, оскільки згідно із Законом «Про господарські товариства» статутом підприємства можуть бути передбачені як права на участь власників таких акцій в управлінні, так і позбавлення цих прав.

Цікавим є досвід використання інструменту привілейованих акцій в інших країнах. Так, у практиці фінансової діяльності швейцарських підприємств найчастіше привілейовані акції емітуються у разі санації підприємства з метою залучення додаткового акціонерного капіталу. Збільшення статутного капіталу підприємств, які перебувають у кризі, досить часто можливе лише за умови надання новим акціонерам додаткових преференцій. При цьому привілейовані акції можуть розбиватися на окремі категорії залежно від їх пріоритетності, наприклад привілейовані акції першого класу, другого класу тощо. Загалом же в Швейцарії підприємства, як правило, утримуються від емісії привілейованих акцій. Натомість в англо-американській практиці фінансової діяльності емісія привілейованих акцій є традиційним способом формування статутного капіталу.

3.2.3. Балансовий і ринковий курси акцій

Окрім вище охарактеризованого номінального курсу акцій, у теорії і практиці досить часто оперують показниками балансового та ринкового курсу акцій.

Показник балансового (розрахункового) курсу корпоративних прав характеризує структуру власного капіталу підприємства. Він показує величину чистих активів, які припадають на одну акцію (частку, пай) і дорівнює вираженому в процентах відношенню між власним капіталом (ВК) і статутним капіталом (СК):

$$\text{Балансовий курс(БК)} = \frac{BK}{СК} * 100\%$$

Основними чинниками, які впливають на величину балансового курсу, є величина капітальних резервів і резервів, сформованих за рахунок прибутку, нерозподілений прибуток (непокритий збиток) і статутний капітал. Якщо балансовий курс вище за номінальний, тобто перевищує 100 %, то це означає, що власний капітал перевищує статутний капітал, отже, у підприємства сформований додатковий капітал, резерви та (або) є нерозподілені прибутки.

У разі, якщо номінальний курс перевищує балансовий, тобто останній є меншим за 100 %, то це означає, що власний капітал підприємства є меншим за статутний капітал. Це можна спостерігати лише тоді, коли підприємство має непокриті резервним капіталом та іншими джерелами збитки. Якщо за даними фінансової звітності, яка подається на затвердження загальними зборами, власний капітал буде менше за статутний, то слід вжити заходів щодо санації підприємства, в т. ч. на основі зменшення статутного капіталу, залучення додаткових коштів, реорганізації тощо.

Недоліком показника балансового курсу є те, що він характеризує не реальну вартість корпоративних прав підприємства, а бухгалтерську. Для надання цьому показнику більшої об'єктивності розраховують скоригований балансовий курс, який, окрім іншого, враховує приховані резерви (чи збитки) підприємства.

Балансовий курс є одним із чинників, який визначає інвестиційну привабливість корпоративних прав підприємства. За певних обставин він може стати відправною точкою для встановлення ринкового курсу. Балансовий курс може братися також за основу при визначенні курсу емісії корпоративних прав.

Ринковий курс акцій. Ринковий курс — це вартість, за якою акції можуть купуватися і продаватися на біржах, позабіржових торговельно-інформаційних системах та позабіржовому ринку. У країнах з розвинутим фондовим ринком ринковий курс акцій здебільшого встановлюється на фондовій біржі. Фондова біржа — це організований інститут, який зосереджує попит і пропозицію цінних паперів, сприяє формуванню їх ринкового курсу. Правила фондової біржі, окрім іншого, повинні передбачати порядок торгівлі на біржі та механізм формування цін, біржового курсу та їх публікації.

Механізм визначення та/або фіксації ринкової ціни цінного папера називається котируванням. Котирувальна ціна — середньовиважена ціна, яка розраховується протягом біржового дня (торговельної сесії) до моменту, визначеного правилами біржі. Курсова ціна — середньовиважена ціна за

угодами, здійсненими з початку біржового дня (торговельної сесії) до моменту, визначеного правилами біржі.

Ринковий курс залежить від співвідношення попиту та пропозиції на цінні папери. У свою чергу, покупці та продавці акцій при прийнятті відповідних рішень враховують такі чинники:

очікування щодо майбутньої прибутковості та ліквідності об'єкта інвестування, які формуються на основі аналізу інформації про емітента, в т. ч.:

а) інформації щодо поточних і прогнозованих дивідендних виплат;

б) висновків аналітиків щодо якості фінансового стану емітента;

в) оцінки перспектив у виробничо-господарській сфері підприємства;

г) інших даних, які характеризують фінансовий стан і господарську діяльність емітента акцій.

можливі зміни курсу акцій під впливом факторів, не пов'язаних з прибутковістю чи ліквідністю емітента, наприклад у результаті прийняття рішень щодо додаткових емісій, виплати дивідендів акціями, дроблення акцій тощо;

наявність і прибутковість альтернативних об'єктів інвестування;

загальноекономічне становище в країні та тенденції його розвитку (кон'юнктура, зростання, стагнація тощо);

перспективи розвитку відповідної галузі;

політичний вплив через політико-економічні рішення та державну фінансову політику;

психологічні та спекулятивні чинники.

Слід враховувати, що акції не всіх емітентів можуть бути допущені до торгівлі на організованому фондовому ринку. Внесення акцій до списку цінних паперів, які котируються на фондовій біржі або можуть бути предметом укладення угод у торговельно-інформаційній системі, називається лістингом.

Згідно з нормативними актами правилами фондової біржі має бути передбачена наявність порядку допуску (лістингу) цінних паперів до офіційного та неофіційного котирування.

Існує кілька методів встановлення ринкової ціни акцій. Розглянемо найпоширеніший з них. За цим методом на першому етапі встановлення курсу біржовий маклер (збирач замовлень) збирає всі біржові замовлення. Біржове замовлення — визначений правилами біржі письмовий (на спеціальному бланку) або усний спосіб оголошення брокером/дилером відкритої пропозиції на купівлю чи продаж цінних паперів, який є достатньою підставою для котирування та/або прийняття біржової угоди до виконання.

Біржовий курс встановлюється на основі зіставлення біржових замовлень на купівлю та продаж акцій на такому рівні, за якого можна досягти максимального обсягу угод щодо купівлі-продажу цінних паперів.

Підприємства, як правило, прагнуть максимізувати ринковий курс корпоративних прав. Чим цей курс вищий, тим більше можливостей у підприємства залучити додатковий капітал на основі додаткової емісії. За високого ринкового курсу емітент може розмістити акції за достатньо високим курсом емісії та отримати значний емісійний дохід (ажіо). Навпаки, за низького

ринкового курсу у підприємства можуть виникнути проблеми із залученням капіталу.

Ринковий курс корпоративних прав підприємства майже ніколи не збігається з балансовим курсом. Окрім іншого, це зумовлено тим, що сума власного капіталу майже ніколи не збігається із загальною ринковою вартістю акцій підприємства чи із вартістю, яку можна отримати в результаті продажу чистих активів або підприємства в цілому. Позитивну різницю між біржовим та балансовим курсом акції можна інтерпретувати як ринковий індикатор потенціалу прибутковості підприємства. З іншого боку, ця різниця може трактуватися як оцінка прихованих резервів, у т. ч. гудвілу, які є в розпорядженні підприємства, однак, недостатньо повно відображені в балансі.

Окрім балансового та ринкового курсу акцій, у науково-практичній літературі досить часто можна зустріти показник курсу акцій, визначений на основі розрахунку їх капіталізованої вартості. Зазначений курс розраховується як виражене у процентах відношення між капіталізованою вартістю (КВ) підприємства до його статутного капіталу (СК).

Цей підхід побудований на концепції теперішньої вартості очікуваних майбутніх доходів від володіння корпоративними правами. Капіталізована вартість підприємства — це приведена до теперішньої вартості величина майбутніх доходів на основі їх дисконтування.

Курс акцій, розрахований за методом капіталізованої вартості, характеризує «внутрішню» вартість акцій, яка формується на основі очікуваних майбутніх доходів.

3.3 Резервний капітал підприємства, його види та джерела формування

Резервний капітал підприємства можна розглядати в широкому та вузькому розумінні.

У широкому розумінні до резервного капіталу належать усі складові капіталу, призначені для покриття можливих у майбутньому непередбачених збитків і втрат. У вузькому розумінні з резервним капіталом ідентифікується капітал, який формується за рахунок відрахувань з чистого прибутку і відображений за статтею балансу «Резервний капітал». В економічній літературі резерви підприємства прийнято класифікувати за такими ознаками:

- джерелами формування;
- способом відображення у звітності;
- обов'язковістю створення.

За джерелами формування резерви поділяють на:

капітальні резерви — формуються за рахунок коштів власників та інших осіб (відображаються за статтями «додатковий вкладений капітал» та «інший додатковий капітал»);

резервний капітал, сформований за рахунок чистого прибутку підприємства (резервний капітал у вузькому розумінні);

резерви, які створюються за рахунок збільшення витрат підприємства.

За способом відображення у звітності резерви поділяють на відкриті та приховані. Відкриті резерви можуть бути засвідчені в балансі за статтями «Додатковий капітал» та «Резервний капітал», а приховані резерви жодним чином не фігурують у балансі.

За обов'язковістю створення виокремлюють обов'язкові та необов'язкові резерви. Створення перших регламентується чинними нормативними актами. Останні ж формуються з ініціативи менеджменту підприємства та його власників. До обов'язкових резервів належать резерв сумнівних боргів і резервний капітал. Усі інші резерви, наприклад резерв дивідендів, резерв виконання гарантійних зобов'язань, є необов'язковими.

Зрозуміло, що основне призначення резервів полягає в забезпеченні виконання захисної функції власного капіталу підприємства. Порядок реалізації цієї функції та використання на покриття збитків різних типів резервів наведено на рис. 3.1.

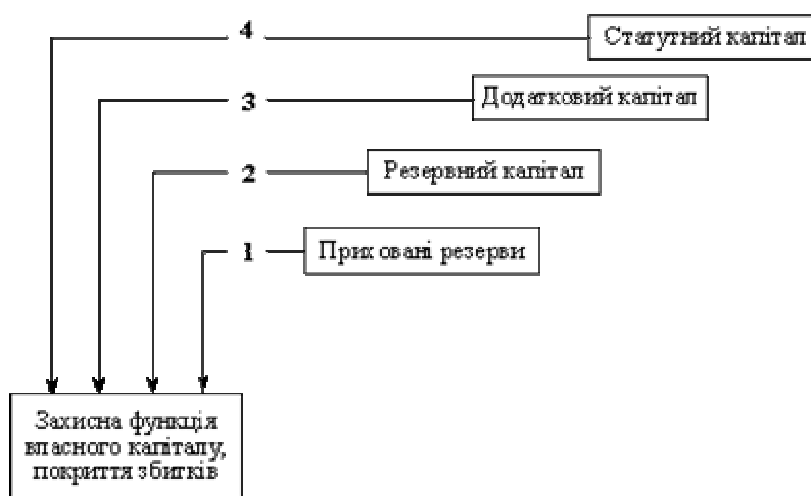


Рисунок 3.1 – Порядок реалізації захисної функції власного капіталу

Як бачимо, підприємства можуть спрямовувати на покриття збитків усі види резервів, а також за певних обставин — статутний капітал. Зрозуміло, що насамперед на покриття збитків слід направити нерозподілений прибуток (за його наявності). За вичерпання такого прибутку для таких цілей слід використати приховані резерви і резервний капітал, створений за рахунок прибутку. У разі дефіциту і цих джерел на погашення непокритих збитків можна спрямувати капітальні резерви (додатковий капітал). Останньою можливістю покриття збитків є спроба отримати санаційний прибуток у результаті зменшення статутного капіталу, про що йтиметься далі.

Розглянемо детальніше основні види резервів, які можуть створюватися підприємствами.

Згідно із законодавством України на кожному підприємстві, заснованому у формі акціонерного товариства, товариства з обмеженою відповідальністю тощо, повинен бути сформований резервний (страховий) капітал. Розмір цього капіталу регламентується засновницькими документами, але він не може бути меншим за 25 % статутного капіталу підприємства. Для акціонерних товариств

мінімальна величина резервного капіталу повинна становити 15 % акціонерного капіталу. Розмір щорічних відрахувань у резервний капітал також передбачається засновницькими документами, але не може бути меншим за 5 % суми чистого прибутку підприємств. Для порівняння: у Німеччині встановлена мінімальна межа сукупного обсягу резервів: капітальних і тих, що створені за рахунок прибутку. Згідно із Законом про акціонерні товариства (AktG) німецьким підприємствам для формування обов'язкових резервів слід спрямовувати двадцяті частину чистого прибутку. Такі відрахування потрібно здійснювати, поки обсяг сукупних резервів не досягне 10 % номінального капіталу товариства. Аналогічний порядок формування резервів діє у Швейцарії, з однією різницею, що мінімальний розмір обов'язкових резервів становить 20 % номінального капіталу. Цікавим є те, що створення обов'язкових резервів товариствами з обмеженою відповідальністю законодавствами розвинутих країн, як правило, не регулюється. Це є компетенцією учасників.

Отже, резервний капітал (у вузькому розумінні) — це сума резервів, сформованих за рахунок чистого прибутку в розмірах, установлених засновницькими документами підприємства та нормативними актами. Резервний капітал може використовуватися на такі основні цілі:

- покриття збитків суб'єкта господарювання;
- виплата боргів у разі ліквідації підприємства;
- виплата дивідендів (якщо величина резервів перевищує мінімально допустимий рівень);
- інші цілі, передбачені законодавством чи засновницькими документами.

До формування мінімально необхідного розміру резервів їх можна використовувати лише для покриття збитків. Інформація про рух резервного капіталу міститься у Звіті про власний капітал підприємства. У цьому ж звіті відображається динаміка капітальних резервів.

До так званих капітальних резервів, тобто резервів, які створюються за рахунок капіталу власників (чи інших осіб), належить додатковий капітал. Джерелом формування зазначених резервів не є господарська діяльність підприємства. Поняття «Додатковий капітал» з'явилося у вітчизняній економічній практиці відносно недавно. Згідно з визначенням, яке наводиться у стандартах бухгалтерського обліку, додатковий капітал — це сума приросту майна підприємства, яка виникла в результаті переоцінки (індексації), безоплатно одержаних необоротних активів та від емісійного доходу. Вітчизняними нормативними актами не встановлено жодних обмежень щодо розмірів капітальних резервів.

Розрізняють додатковий вкладений капітал та інший додатковий капітал. Додатковий вкладений капітал характеризує суму емісійного доходу (різниця між продажною і номінальною вартістю первісно розміщених акцій), отриманого в результаті реалізації акціонерними товариствами власних корпоративних прав. До складу іншого додаткового капіталу належать такі складові:

- інший вкладений капітал;

дооцінка (уцінка) необоротних активів;
вартість безкоштовно отриманих необоротних активів.

До іншого додаткового капіталу належить інший вкладений засновниками підприємств (крім акціонерних товариств) капітал, що перевищує статутний капітал, раніше внесений такими засновниками без прийняття рішення про зміну розміру статутного капіталу. На нашу думку, до додаткового капіталу слід відносити також капітальний дохід у вигляді різниці між номінальною вартістю викуплених та анульованих корпоративних прав та ціною викупу. Природа цього доходу є такою самою, як і емісійного доходу. Окрім цього, до додаткового капіталу доцільно зараховувати суму перевищення курсу емісії конвертованих облігацій над їх номінальною вартістю.

До складу дооцінки (уцінки) необоротних активів відноситься сума дооцінки (уцінки) активів, яка проводиться у випадках, передбачених законодавством. Зазначимо, що дооцінку оборотних активів не можна розглядати як додатковий капітал підприємства, вона відображається за відповідними позиціями Звіту про фінансові результати.

До складу вартості безкоштовно отриманих необоротних активів включається вартість необоротних активів, безкоштовно одержаних підприємством від інших осіб. Вона вважається додатковим капіталом і зменшується на суму нарахованої амортизації, величина якої визнається доходом одночасно з її нарахуванням. Зауважимо, що безкоштовно отримані оборотні активи розглядаються як дохід підприємства і не можуть бути додатковим капіталом.

На суму різниці між первісною вартістю основних засобів та їх амортизацією збільшується інший додатковий капітал. На суму амортизації безоплатно отриманих необоротних активів та на всю суму безоплатно отриманих оборотних активів зростають інші доходи. На суму нарахованої амортизації також збільшуються відповідні статті затрат.

Додатковий вкладений капітал та інший додатковий капітал здебільшого можна використовувати за такими основними напрямками:

- по-перше, на покриття балансових збитків, за умови, що на ці цілі використані всі інші джерела;
- по-друге, на збільшення статутного чи пайового капіталу;
- по-третє, на покриття різниці між фактичною собівартістю вилученого капіталу, який анулюється, та його номіналом.

До основних обмежень щодо використання додаткового капіталу слід віднести заборону його спрямування на збільшення статутного капіталу чи викуп власних корпоративних прав, якщо в балансі відображені непокриті збитки та недопустимість його розподілу з метою виплати дивідендів у грошовій формі.

До числа обов'язкових резервів, які повинні створюватися на підприємстві, належить резерв сумнівних боргів, який формується з метою покриття можливих збитків підприємства в результаті непогашення боржником сумнівної чи безнадійної дебіторської заборгованості. Нарахування суми резерву відображається у складі інших операційних витрат. Оскільки в

результаті формування резерву сумнівних боргів зменшується чистий прибуток підприємства, опосередковано це впливає на розмір власного капіталу.

Сума дебіторської заборгованості підприємства відображається у звітності за чистою реалізаційною вартістю, яка відповідає різниці між сумою поточної дебіторської заборгованості за товари (роботи, послуги) та резервом сумнівних боргів. Величина резерву сумнівних боргів може бути визначена за допомогою двох методів: виходячи з платоспроможності окремих дебіторів або на підставі класифікації дебіторської заборгованості. В першому випадку величина резерву визначається на підставі аналізу фактичного непогашення дебіторської заборгованості в попередніх періодах. Якщо резерв створюється на підставі класифікації дебіторської заборгованості, здійснюється групування дебіторської заборгованості за термінами її непогашення з установленням коефіцієнта сумнівності для кожної групи, який визначається підприємством, виходячи з фактичної суми безнадійної дебіторської заборгованості за продукцію (товари, роботи, послуги) за попередні звітні періоди. Зі збільшенням термінів непогашення дебіторської заборгованості коефіцієнт сумнівності зростає. Величина резерву сумнівних боргів визначається як сума добутків поточної дебіторської заборгованості за продукцію (товари, роботи, послуги) відповідної групи на коефіцієнти сумнівності відповідної групи. Якщо ж безнадійною визнано поточну дебіторську заборгованість, не пов'язану з реалізацією продукції (товарів, робіт, послуг), то така заборгованість списується з балансу з відображенням втрат у складі інших операційних витрат. У разі, якщо дебітор відшкодував підприємству суму боргу, раніше визнаного безнадійним і списаного за рахунок резерву сумнівних боргів, суму боргу необхідно відновити у резерві сумнівних боргів з одночасним відображенням такої суми у складі доходів звітного періоду.

Крім обов'язкового резервування сум, підприємства на свій розсуд можуть створювати забезпечення (резерви) для відшкодування майбутніх витрат. Детальніша інформація щодо порядку формування та використання забезпечень наводиться під час розгляду внутрішніх джерел фінансування підприємства.

3.4 Збільшення статутного капіталу підприємства

3.4.1. Основні цілі та передумови збільшення статутного капіталу

Основні цілі збільшення статутного капіталу підприємства зводяться до такого:

збільшення частки капіталу, в межах якої власники підприємства відповідають за його зобов'язаннями перед кредиторами. Таким чином підвищується кредитоспроможність суб'єкта господарювання та його фінансова незалежність;

мобілізація фінансових ресурсів для реалізації інвестиційних проектів, планів санації, модернізації існуючих потужностей, переобладнання чи розширення виробництва;

поліпшення ліквідності та платоспроможності підприємства, оскільки збільшення статутного капіталу пов'язане, як правило, із залученням додаткових грошових ресурсів;

акумуляція фінансового капіталу для придбання корпоративних прав інших підприємств, у т. ч. з метою посилення впливу на дані підприємства, їх поглинання чи придбання їх потужностей.

Серед інших причин збільшення статутного капіталу слід виокремити зменшення ринкової ціни акцій. Високий курс має недолік, що це перешкоджає широкій диверсифікації акцій, оскільки приватні інвестори, як правило, побоюються вкладати кошти в акції з високою купівельною ціною. Ефекту зниження курсу можна досягти і без збільшення номінального капіталу. Це можна зробити зменшенням номінальної вартості акцій з одночасним збільшенням їх кількості.

Ще однією причиною збільшення статутного капіталу може бути збільшення бази для нарахування дивідендів з метою проведення політики стабільних дивідендів з одночасним збільшенням абсолютної суми дивідендних виплат. (Висока ставка дивідендів свідчить про ризиковість підприємства.)

Збільшення статутного капіталу підприємств може відбуватися за рахунок зовнішніх фінансових джерел (внески учасників і засновників) та в результаті зміни структури власного капіталу у напрямі збільшення номінального капіталу. В останньому випадку збільшення відбувається за рахунок нерозподіленого прибутку, резервного чи додаткового капіталу.

Важливе значення у разі збільшення статутного капіталу має врегулювання механізму використання переважних прав власників на участь у збільшенні капіталу та встановлення курсу емісії корпоративних прав. Вирішальною при цьому є форма організації бізнесу. Залежно від типу підприємства застосовуються ті чи інші методи та нормативне регулювання порядку збільшення статутного капіталу. Форма організації та величина підприємства визначають його можливості доступу до фондового ринку. Механізм фінансування суб'єктів господарювання, які мають доступ до організованого ринку капіталів (крупні АТ), суттєво відрізняється від тих, які такого доступу не мають (ТОВ, ЗАТ, приватні підприємства). Враховуючи ту обставину, що більшість підприємств організовані у формі акціонерних товариств і товариств з обмеженою відповідальністю, порядок збільшення статутного капіталу ми розглядатимемо саме на прикладі цих організаційно-правових форм ведення господарської діяльності.

3.4.2. Збільшення статутного капіталу ТОВ

Статутний капітал ТОВ можна збільшувати шляхом здійснення додаткових внесків чи реінвестування прибутку. Здійснюючи внески в статутний капітал, учасники не змінюють свого юридичного статусу (не відбувається ні реорганізації, ні ліквідації). До основних витрат, пов'язаних із залученням власного капіталу ТОВ, можна віднести такі:

- державне мито;
- вартість нотаріальних послуг;
- плата за перереєстрацію засновницьких документів.

При збільшенні статутного капіталу товариства слід враховувати те, що, викупивши додаткову частку, новий учасник стає співвласником раніше створених підприємством резервів. Саме тому, окрім номінальної вартості частки, учасник повинен сплатити ажіо, яке відповідає належному на цю частку еквіваленту раніше сформованих резервів. Величина ажіо може встановлюватися за результатами оцінки вартості підприємства та узгоджуватися зборами учасників. Перевищення фактичної ціни продажу частки над її номіналом належить до іншого додаткового капіталу.

Учасник товариства з обмеженою відповідальністю може за згодою решти учасників уступити свою частку (її частину) одному чи кільком учасникам цього ж товариства, а якщо інше не передбачено установчими документами, то і третім особам.

Учасники товариства користуються переважним правом на здійснення додаткових внесків у статутний капітал чи на придбання частки учасника, який її уступив пропорційно їх часткам у статутному капіталі товариства або в іншому погодженому між ними розмірі.

3.4.3. Методи та джерела збільшення статутного капіталу АТ

До основних методів збільшення статутного капіталу АТ належать такі: збільшення кількості акцій існуючої номінальної вартості; збільшення номінальної вартості акцій.

На практиці також широко використовують спосіб збільшення статутного капіталу на основі обміну облігацій на акції. Взаємозв'язки між основними методами збільшення статутного капіталу та джерела збільшення статутного капіталу підприємства характеризуються з допомогою рис. 3.2.

У разі збільшення кількості акцій існуючої номінальної вартості статутний капітал підприємства збільшується за рахунок таких джерел:

- додаткових внесків учасників і засновників;
- дивідендів (реінвестиції прибутку);
- резервів (якщо вони сформовані на належному рівні).

Зрозуміло, реальний приплив фінансових ресурсів на підприємство відбувається лише у разі здійснення додаткових внесків інвесторів в обмін на корпоративні права суб'єкта господарювання. Ця операція пов'язана з додатковою емісією таких прав (в АТ — акцій). Порядок збільшення статутного капіталу даним методом представлено на рис. 3.3.



Рисунок 3.3 – Методи та джерела збільшення статутного капіталу підприємства

При збільшенні статутного капіталу здійснюється випуск акцій тієї ж номінальної вартості, що визначена за раніше випущеними акціями. У разі емісії акцій внаслідок збільшення статутного капіталу за рахунок реінвестицій чи резервів акції додаткового випуску розподіляються серед акціонерів пропорційно їх частці у статутному капіталі відкритого акціонерного товариства на момент прийняття рішення про додатковий випуск акцій. Обмеження терміну отримання акціонерами акцій додаткового випуску не допускається. Якщо на момент прийняття рішення про додатковий випуск акцій змінився власник акцій, то всі права і зобов'язання щодо отримання акцій додаткового випуску переходять до нового акціонера.

При збільшенні статутного капіталу шляхом підвищення номінальної вартості акцій акції попередніх випусків обмінюються на акції нової номінальної вартості відповідно до кількості акцій, якими володіє акціонер. Обмеження терміну обміну акцій не допускається. Подібне збільшення статутного капіталу АТ є підставою для анулювання реєстрації попередніх випусків акцій і потребує реєстрації випуску акцій нової номінальної вартості та інформації про випуск нових акцій.

При підвищенні номінальної вартості акцій статутний капітал збільшується переважно за рахунок використання на ці цілі інших (окрім статутного капіталу) позицій власного капіталу. У разі збільшення статутного капіталу даним методом кожен з акціонерів може здійснити доплату до визначеного рівня нової номінальної вартості акцій. Якщо акціонер відмовився здійснити доплату акцій, емітент зобов'язаний запропонувати акціонеру викупити його акції.

У разі, якщо акціонер не здійснив доплату за акції і не прийняв пропозицію емітента щодо викупу належних йому акцій, він отримує акції нової номінальної вартості у кількості, яка визначається шляхом ділення

загальної номінальної вартості акцій, що належать акціонеру, на нову номінальну вартість акцій. При цьому нова номінальна вартість акцій повинна бути визначена таким чином, щоб забезпечити виконання умови неподільності акцій та здійснення обміну акцій, які належать акціонеру, на цілу кількість акцій нової номінальної вартості.

До інформації про випуск акцій нової номінальної вартості, серед іншого, слід включити такі дані про емісію акцій:

- посилання на рішення про збільшення статутного капіталу шляхом збільшення номінальної вартості акцій;

- загальна сума випуску нових акцій із зазначенням номінальної вартості, кількості, виду і категорії акцій, що випускаються, з урахуванням сплаченого статутного капіталу попереднього випуску;

- число серій і порядкові номери акцій;

- права акціонерів при новому випуску акцій;

- порядок обміну акцій попередніх випусків на акції нового випуску;

- порядок отримання акціонерами акцій нового випуску (місце, день початку видачі акцій тощо).

3.4.4. Переважне право власників на придбання акцій (часток)

У разі збільшення статутного капіталу власники корпоративних прав можуть зазнати певних втрат. Ці втрати виражаються у зменшенні ринкового курсу акцій (часток), яке може спостерігатися при збільшенні номінального капіталу та зменшенні рівня контролю над підприємством. Саме тому законодавством передбачено, що у разі збільшення статутного капіталу акціонери (АТ) та учасники (ТОВ) користуються переважним правом на купівлю додатково випущених акцій (часток).

Переважне право на придбання акцій (часток) дає можливість власникам:

- зберегти свою частку (в процентному співвідношенні) в статутному капіталі, а отже, і в усьому майні підприємства;

- попередити «розмивання» вартості свого пакета корпоративних прав у статутному капіталі внаслідок емісії акцій (чи часток) за низьким курсом;

- зберегти свою частку голосів на загальних зборах власників;

- компенсувати збитки від «розмивання» частки в статутному капіталі тим власникам, які не скористались переважним правом на купівлю додаткових корпоративних прав, а продали його.

Особливо актуальним є питання реалізації переважних прав акціонерами ВАТ. Розглянемо основні питання, що стосуються механізму використання переважних прав, з якими повинні бути ознайомлені як фінансові служби підприємств, так і рядові акціонери.

Усі акціонери акціонерного товариства мають рівне переважне право на придбання акцій, що випускаються додатково. Для реалізації цього права протягом встановленого терміну подається заява і здійснюється оплата акцій відповідно до умов випуску. Під час реалізації акціонерами свого переважного права акціонерне товариство не має права обмежувати використання грошових коштів як форми оплати акцій.

Відомості про емісію цінних паперів, у т. ч. права, що надаються власникам простих і привілейованих акцій, дати початку та припинення підписки, а також докладний опис порядку оплати та підписки на акції містяться в інформації про емісію акцій, яка підлягає опублікуванню в друкованих засобах масової інформації. Крім того, не пізніше ніж за 30 днів до початку розміщення акцій товариство письмово повідомляє кожного з акціонерів, які мають переважні права на придбання акцій, про можливість і порядок їх реалізації. Повідомлення має містити таку інформацію:

дані про загальну кількість розміщуваних товариством акцій, цінних паперів, що конвертуються в акції, та опціонів на придбання акцій;

курс емісії (ціна розміщення);

порядок визначення кількості цінних паперів, на придбання яких акціонер має переважне право;

строки і порядок реалізації переважного права;

порядок та місце отримання акціонерами додаткової кількості акцій.

У разі розміщення привілейованих акцій, цінних паперів, що можуть конвертуватися в акції, та опціонів на придбання акцій у повідомленні слід навести інформацію про права, які надаються власникам зазначених цінних паперів.

Кількість переважних прав на придбання акцій нової емісії є пропорційною частці окремих акціонерів у статутному капіталі на дату прийняття рішення про емісію акцій, тобто залежить від кількості наявних «старих» акцій, які належать акціонерам. Акціонер, який має намір скористатись своїм переважним правом, подає товариству в установленний строк письмову заяву про придбання акцій (інших цінних паперів) та вносить на відповідний рахунок кошти у розмірі, який дорівнює курсу емісії визначеної кількості акцій. Заява та внесені кошти приймаються товариством не пізніше дня, що передує дню початку розміщення цінних паперів. Товариство надає акціонеру письмове зобов'язання про продаж відповідної кількості цінних паперів. Право на придбання нових акцій може підкріплюватися спеціальним купоном.

У разі, якщо нові інвестори бажають придбати акції нової емісії (або колишні власники купити акцій більше, ніж їх квота у статутному капіталі), їм слід придбати переважні права безпосередньо в тих акціонерів, які не мають бажання ними скористатися, або на ринку. Якщо акціонер поступається своїми правами на придбання нових акцій, то виручені ним від продажу цих прав грошові кошти повинні компенсувати зміни курсу акцій та інші можливі втрати.

Права продаються та купуються на біржі, як правило, протягом двох тижнів після початку підписки на акції нової емісії, але перед проведенням самої емісії. Старі акції та переважні права на купівлю нових продаються окремо. Одночасно з початком торгівлі переважними правами ціна старих акцій автоматично зменшується на вартість переважного права. Отже, грошова оцінка переважного права на купівлю нових акцій відповідає різниці між

ринковим курсом акцій до емісії і середнім курсом, який сформувався після зростання капіталу.

Вплив збільшення статутного капіталу, курсу емісії на ринкову ціну корпоративних прав і порядок формування ціни переважного права продемонструємо, вдавшись до умовного прикладу.

Надходження у вигляді виручки від реалізації переважних прав є для акціонерів компенсацією за «розмивання» (зменшення) відносної частинки номінального капіталу, яка їм належала, а не «подарунком» чи екстрадивідендом товариства (як думають деякі акціонери). Таке фальшиве враження виникає досить часто, оскільки на практиці ринковий курс акцій після емісії під дією певних чинників може наближатися до курсу, який сформувався до емісії, або навіть перевищувати його.

Стартова вартість переважного права визначається співвідношенням, з яким робиться емісія, курсом емісії та ринковим курсом акцій до початку емісії. Розрахункова ціна переважного права визначається за такою формулою:

$$П = (Кб - Ке) / (С+1), \quad (3.1)$$

де $П$ — грошова оцінка переважного права на купівлю нових акцій; $Кб$ — ринковий (біржовий) курс акцій; $Ке$ — курс емісії нових акцій; $С$ — співвідношення, з яким робиться емісія.

Співвідношення, з яким робиться емісія, розраховується як відношення статутного капіталу перед його збільшенням до величини приросту номінального капіталу. Це співвідношення показує, скільки старих акцій (а отже, переважних прав) слід представити для того, що придбати одну нову акцію за курсом емісії:

$$С = \frac{СК1}{СК2 - СК1}, \quad (3.2)$$

де $СК1$, $СК2$ — відповідно розмір статутного капіталу підприємства до і після його збільшення.

Фактична ринкова ціна переважних прав визначається попитом і пропозицією на них і тому може відрізнятись від розрахункової. Головним фактором, який визначає попит на переважні права, є прогнози щодо майбутнього ринкового курсу акцій та розмір очікуваних дивідендів. У разі, якщо курс емісії акцій встановлено на рівні їх ринкового курсу, то «розмивання» власного капіталу буде відсутнє; як наслідок, вартість переважного права дорівнюватиме нулю.

В Україні практичний механізм реалізації переважних прав до кінця не врегульований, зокрема порядок їх купівлі-продажу. Досить часто це стає причиною виникнення конфліктних ситуацій між керівництвом підприємства та його власниками (особливо це характерно для багатьох постдержавних підприємств і банківських установ), а також проблем, пов'язаних з ігноруванням інтересів дрібних власників.

Неврегульованість механізму використання інституту переважних прав дає можливість без особливих труднощів, за допомогою додаткової емісії акцій (часток), змінити власника контрольного пакета та перебрати контроль над підприємством. Особливо актуальною ця проблема є у зв'язку з інфляційними процесами.

3.4.5. Курс емісії корпоративних прав

Емісія акцій або облігацій підприємств — це сукупність дій емітента щодо здійснення підписки на акції або продажу облігацій. Успішна емісія корпоративних прав (акцій, часток), а отже, збільшення статутного капіталу залежить від багатьох факторів, зокрема від стану ринку капіталів, від тенденцій на біржі (для корпоративних прав, які котируються на біржі), очікувань на майбутні прибутки емітента та інвесторів, а також від параметрів емісії (обсяг, курс, співвідношення, з яким здійснюється емісія).

Згідно зі схемою, представленою на рис. 3.3, важливим елементом процедури збільшення статутного капіталу підприємства шляхом додаткової емісії є встановлення курсу емісії, тобто ціни, за якою товариство розміщує свої корпоративні права. Курс емісії встановлюється у процентах до номіналу за рішенням відповідних органів підприємства. З юридичного погляду нижньою межею курсу емісії нових акцій є їх номінальна вартість, оскільки встановлена законодавча заборона на первинне розміщення акцій за ціною, нижчою за їх номінальну вартість; з економічного — номінальна вартість плюс витрати на проведення емісії.

До основних витрат на проведення емісії належать:

- а) оплата послуг аудиторів;
- б) оплата послуг фінансових посередників;
- в) витрати на друкування бланків цінних паперів;
- г) витрати на оплату державного мита при реєстрації емісії (0,1 % номінальної вартості запланованого обсягу емісії);
- д) оплата послуг незалежного реєстратора;
- е) витрати на рекламу та друкування інформації про емісію (проспекту) нової емісії.

Витрати, пов'язані з емісією цінних паперів, включаються до складу валових витрат підприємства-емітента.

З метою стимулювання попиту на акції нової емісії їх максимальна вартість повинна бути меншою за ринковий курс акцій. Таким чином, верхня межа курсу емісії проходить на рівні ринкового (біржового) курсу акцій до проведення додаткової емісії. Правильний вибір курсу емісії є вирішальним фактором успіху її розміщення. Чим вищий курс додаткової емісії, тобто чим більше він наближається до біржового курсу акцій, тим значніший обсяг ліквідних засобів залучається на підприємство при заданому обсязі збільшення статутного капіталу, тим вищим буде емісійний дохід.

Емісійний дохід, або ажю, — сума перевищення доходів, отриманих від емісії (випуску) власних акцій та інших корпоративних прав над номіналом таких акцій (інших корпоративних прав). Інакше кажучи, емісійний дохід — це різниця між курсом емісії і номінальним курсом корпоративних прав. Суми

одержаного підприємством емісійного доходу не включаються до складу валового доходу з метою оподаткування.

Дохід у вигляді ажіо можуть мати не лише акціонерні товариства, а й підприємства інших організаційно-правових форм. Так, при збільшенні статутного капіталу товариства з обмеженою відповідальністю слід враховувати те, що, викупивши додаткову частку, новий учасник стає співвласником раніше створених підприємством резервів. Саме тому, окрім номінальної вартості частки, учасник повинен сплатити ажіо, яке відповідає належному на цю частку еквіваленту раніше сформованих резервів. Величина ажіо як у ТОВ, так і в АТ, може встановлюватися за результатами оцінки вартості підприємства або на основі балансового курсу (скоригованого на величину прихованих резервів) корпоративних прав. Якщо курс емісії встановлюється на рівні балансового курсу, то учасники (акціонери), окрім номінальної вартості, сплачують відповідну частину резервів, завдяки чому співвідношення резервів та номінального капіталу в результаті збільшення статутного капіталу не змінюється. Перевищення фактичної ціни продажу частки над її номіналом належить до додаткового капіталу товариства.

Приймаючи рішення щодо встановлення курсу емісії, слід враховувати такі основні чинники:

- стартові передумови, за яких проводиться емісія (готовність ринку капіталів освоїти нові корпоративні права);

- балансову вартість корпоративних прав;

- ринкову вартість підприємства та перспективи її зростання;

- податковий аспект;

- тип обраної підприємством дивідендної політики;

- досить часто взаємопротилежні інтереси окремих власників і товариства.

В останньому випадку йдеться про можливий конфлікт інтересів між підприємством та учасниками (акціонерами) при встановленні курсу емісії.

Якщо збільшення статутного капіталу відбувається з метою залучення додаткових інвестиційних ресурсів, то слід керуватися принципом мінімізації витрат при залученні капіталу. Важливим при цьому є встановлення максимального курсу, за якого акції можуть бути розміщені на ринку. З погляду мінімізації вартості капіталу для підприємства-емітента високий курс емісії є вигіднішим, оскільки в даному разі його власний капітал збільшується переважно за рахунок додаткового капіталу, на який не потрібно нараховувати дивіденди. Окрім цього, ажіо є прийнятнішим джерелом формування резервів, ніж чистий прибуток, оскільки в першому випадку дохід не оподатковується, натомість резерви, джерелом яких є чистий прибуток, створюються за рахунок прибутку після оподаткування.

У той же час високий курс емісії може викликати проблеми з розміщенням додаткової емісії. Може скластися ситуація, коли біржовий курс акцій, що вже перебувають в обігу, знизиться нижче за рівень емісії нових. У даному випадку ліквідність акцій та підтримка курсу може бути забезпечена шляхом їх масової скупівлі крупними акціонерами (держателями контрольного пакета) або самим підприємством-емітентом. Однак чим менший курс емісії

(чим більше він наближається до номінальної вартості) при заданому обсязі потреби в капіталі, тим значніше необхідно збільшувати статутний капітал, а отже, тим вищим буде рівень «розмивання» номінального капіталу і ступінь знецінення акцій, що потрібно буде покривати за рахунок переважних прав.

Для дрібних акціонерів низький курс емісії (а отже, висока ціна переважного права) є вигіднішим. Якщо придбання нових акцій їх не цікавить, то в результаті продажу переважних прав вони можуть отримати додаткову винагороду. У разі, коли вони вирішать придбати нові акції, при заданому обсязі капіталовкладень можна отримати більшу їх кількість.

Крупні акціонери, які мають фінансові можливості для збільшення свого пакета акцій та розширення впливу на діяльність підприємства, схилитимуться до високого курсу емісії, який ускладнює використання малими акціонерами своїх переважних прав і стимулює їх до продажу таких прав. Це дає можливість великим акціонерам придбати більшість акцій нової емісії. У той же час, як уже зазначалось, надто високий курс емісії може ускладнити розміщення всієї емісії.

Якщо рішенням загальних зборів акціонерів не передбачені переважні права на купівлю нових акцій, то акціонери можуть уникнути збитків лише в тому разі, якщо курс емісії нових акцій буде встановлено на рівні біржового курсу старих.

Курс емісії тісно пов'язаний з політикою підприємств у сфері самофінансування та виплати дивідендів. Зі збільшенням частки прибутку, який спрямовується на виплату дивідендів, курс емісії тяжіє до збільшення. Якщо ж максимальним є рівень самофінансування, то встановлюється мінімальний курс емісії. Наприклад, у Швейцарії в 50-х роках спостерігалась тенденція до мінімізації курсу емісії. Причиною цього було те, що збільшення статутного капіталу (і фінансування загалом) здійснювалося переважно за рахунок чистого прибутку підприємств (у середньому на реінвестування спрямовувалося близько 80 % прибутку). Акціонери відмовлялися від розподілу прибутку, натомість одержували акції за низьким курсом емісії. На відміну від цього, в США відносно велика частина прибутку виплачується у вигляді дивідендів (близько 40—60 %). Саме цим пояснюється порівняно високий курс емісії американських підприємств. Ключове питання в галузі емісійної політики американських підприємств звучить так: за яким максимальним курсом емісії можна розмістити акції на ринку протягом строку підписки?

З часом в Європі також почала спостерігатися тенденція до збільшення курсу емісії. На сьогоднішній день у Швейцарії, як правило, курс емісії встановлюється на рівні $\frac{2}{3}$ біржового курсу та становить 350—400 % номіналу. В Німеччині курс емісії встановлюється, як правило, на рівні 20—25 % нижче за біржовий курс.

3.4.6. Порядок збільшення статутного капіталу на основі додаткової емісії корпоративних прав

Збільшення статутного капіталу акціонерних товариств і товариств з обмеженою відповідальністю може бути здійснено лише після повної сплати

всіма учасниками (акціонерами) своїх внесків (оплати акцій) за вартістю, не нижчою за номінальну (див. рис. 3.4).

Рішення про збільшення статутного капіталу АТ приймається зборами акціонерів або наглядовою радою. Таке рішення набирає чинності з дня внесення цих змін до державного реєстру. Підкреслимо, що законодавчими актами заборонено збільшення статутного капіталу (випуск акцій) з метою покриття збитків, пов'язаних з господарською діяльністю емітента.

Протокол рішення уповноваженого органу управління відкритого акціонерного товариства про збільшення розміру статутного капіталу має містити такі основні відомості:

- реквізити емітента, його місцезнаходження;
- розмір статутного капіталу та активів емітента;
- цілі та предмет діяльності, а також мета випуску акцій;
- найменування контролюючого органу (аудиторської фірми);
- дані про розміщення раніше випущених в обіг цінних паперів;
- категорії акцій та їх кількість;
- загальна сума емісії; номінальна вартість акцій;
- кількість учасників голосування і порядок його проведення;
- порядок виплати дивідендів і права власників привілейованих акцій;
- строк повернення коштів у разі відмови від випуску акцій;
- порядок реалізації переважного права акціонерів на придбання акцій, що випускаються додатково;
- термін проведення відкритої підписки для акціонерів, що реалізують своє переважне право, та термін проведення підписки для інших інвесторів і акціонерів на придбання акцій у кількості, що перевищує кількість акцій, на яку акціонер має переважне право;
- порядок повідомлення про випуск і порядок розміщення акцій;
- інша інформація, що стосується емісії акцій.



Рисунок 3.4 – Порядок збільшення статутного капіталу акціонерного товариства в результаті залучення додаткових внесків

Товариство розміщує акції за курсом емісії, який встановлюється відповідно до емісійної політики підприємства.

Після прийняття рішення про збільшення статутного капіталу та виконання інших загальних передумов з метою швидкого та ефективного розміщення акцій емітенти вдаються до послуг фінансових посередників (професійних торговців цінними паперами) — андеррайтерів. Торговець цінними паперами за дорученням, від імені і за рахунок емітента може здійснювати діяльність з організації підписки на цінні папери або їх реалізації іншим способом. При цьому торговець цінними паперами за домовленістю з емітентом може брати на себе зобов'язання у разі неповного розміщення цінних паперів викупити в емітента нереалізовані цінні папери. Як правило, емітенту надається гарантія розміщення емісії та укладається відповідна угода між ним і торговцем цінних паперів. Розрізняють такі основні форми андеррайтингу:

повний або частковий викуп усієї емісії з подальшим продажем за більш високою ціною;

продаж акцій на комісійних засадах за курсом емісії, встановленим емітентом;

викуп фінансовим посередником недорозміщеної підприємством частини емісії.

Для оцінки можливості надання послуг з розміщення емісії андеррайтери аналізують бізнес-план використання залучених у результаті емісії ресурсів, можливі ризики, фінансовий стан емітента тощо. У подальшому одержана інформація слугує засобом переконання інвесторів у доцільності придбання цінних паперів даної емісії.

Відкриті акціонерні товариства зобов'язані зареєструвати інформацію про емісію акцій (у т. ч. у випадках прийняття рішення щодо збільшення або зменшення статутного капіталу, випуску акцій нової номінальної вартості, випуску акцій з метою обміну на раніше випущені облігації або акції іншого акціонерного товариства тощо). В інформацію про емісію акцій повинні бути включені такі відомості:

а) характеристика емітента (реквізити, дата заснування, предмет діяльності, відомості про статутний капітал, чисельність службовців та акціонерів);

б) баланс, звіт про фінансові результати та їх використання;

в) дані про членів виконавчого органу, голову ради товариства, голову ревізійної комісії та головного бухгалтера;

г) опис діяльності емітента та можливі фактори ризику в цій діяльності;

д) дані про емісію цінних паперів:

дата і номер рішення (протоколу) про емісію акцій, найменування органу, який прийняв рішення;

загальна номінальна вартість акцій, на які планується здійснити підписку;

мета використання фінансових ресурсів, залучених у результаті емісії;

кількість акцій за типами і категоріями;

форма випуску акцій (документарна або бездокументарна);

перелік засновників у розрізі кількості, типу і категорій належних їм акцій;

права, що надаються власникам простих та привілейованих акцій;

номінальна вартість акцій, запланований курс емісії, відомості щодо ринкової вартості акцій;

серії та порядкові номери акцій; адреси місць, дати початку та припинення підписки на акції; докладний опис порядку підписки на акції та їх оплати;

найменування андеррайтера; відомості щодо умов договору з торговцем цінними паперами із зазначенням суми винагороди цінними паперами (якщо емітент користується його по-слугами);

дії, що проводяться в разі перевищення (недосягнення) рівня запланованої підписки на акції або дострокового її закінчення;

терміни, порядок та адреси місць виплати дивідендів за підсумками року, здійснення операцій і депонування;

є) перелік і результати попередніх емісій цінних паперів;

ж) кількість акцій, що перебувають у власності членів виконавчого органу, та перелік осіб, частки яких у статутному фонді перевищують 5 %;

з) відомості про реєстратора;

и) відомості про депозитарій цінних паперів (у разі, коли запланована бездокументарна форма випуску акцій).

Емітент має право на опублікування інформації про емісію цінних паперів з моменту її реєстрації у Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку або в її територіальних органах. Зареєстрована інформація підлягає опублікуванню у повному обсязі.

Наступним етапом збільшення статутного капіталу є здійснення підписки на акції нової емісії серед нинішніх і потенційних акціонерів. Підписка на акції відкритого акціонерного товариства здійснюється у два етапи:

на першому реалізується переважне право акціонерів на придбання акцій, що випускаються додатково, у кількості, пропорційній їх частці у статутному фонді на дату прийняття рішення про емісію акцій;

на другому реалізується право інших інвесторів на придбання акцій, що випускаються додатково, та існуючих акціонерів у кількості, що перевищує кількість акцій, на яку акціонер реалізував своє переважне право. При цьому на другому етапі переважним правом на придбання акцій, що випускаються додатково, користуються акціонери товариства.

Оплата цінних паперів здійснюється грошима або майновими і немайними правами, що мають грошову оцінку, цінними паперами інших емітентів чи шляхом зарахування вимог до товариства. Грошова оцінка майна, яке виступає внеском до статутного капіталу, повинна дорівнювати ринковій вартості цього майна.

Звіт про результати підписки на акції. Не пізніше ніж через 15 днів після закінчення строку підписки на акції відкрите акціонерне товариство подає в реєструвальний орган звіт про наслідки підписки на акції, який повинен містити таку інформацію:

а) фактичні дати початку і закінчення підписки на акції;

б) кількість акцій, на які здійснена підписка;

в) загальну номінальну вартість акцій, на які здійснена підписка порівняно із запланованою величиною;

г) загальну суму договорів, укладених при здійсненні підписки на акції;

д) загальну суму коштів, одержаних у ході підписки на акції у такому розподілі:

грошові кошти, внесені як плата за акції, із зазначенням кількості акцій;

вартісна оцінка майна, внесеного як плата за акції, із зазначенням кількості акцій;

оцінка іноземної валюти, внесеної як плата за акції, із зазначенням кількості акцій;

е) розподіл коштів на статутний і додатковий капітал;

є) комісійні та інші види винагород, виплачені торговцям цінними паперами;

з) інша інформація, передбачена нормативними актами.

Звіт про наслідки підписки на акції повинен бути підписаний емітентом, торговцем цінними паперами (якщо емітент користується його послугами) та

аудитором. Якщо підписка на акції не відбулась, емітент також подає реєструвальному органу звіт про результати підписки на акції.

Реєстрація випуску акцій. Для реєстрації випуску акцій АТ подає до реєструвального органу такі документи:

- а) заяву про реєстрацію випуску акцій;
- б) рішення стосовно затвердження результатів підписки на акції, що оформлено протоколом;
- в) нотаріально посвідчену копію статуту або змін до статуту емітента, пов'язаних зі змінами розміру статутного капіталу (номінальної вартості або кількості акцій);
- г) зразок бланка сертифіката акції, оформленого згідно з вимогами чинного законодавства (при документарній формі випуску);
- д) баланс, засвідчений підписами та печатками емітента та аудитора (аудиторської фірми), довідку про фінансовий стан емітента, засвідчену підписами та печаткою аудитора, висновок аудитора;
- е) копії свідоцтв про реєстрацію попередніх випусків акцій;
- є) копію свідоцтва про державну реєстрацію товариства.

Реєстрація випуску акцій здійснюється протягом 30 днів з моменту подання заяви та необхідних документів до реєструвального органу. Реєстрація наступного випуску акцій здійснюється реєструвальним органом тільки за умови реєстрації попередніх випусків акцій на відповідні розміри статутного фонду.

Останнім кроком у процесі збільшення статутного капіталу на основі емісії акцій є оформлення та депонування нового глобального сертифіката випуску акцій (у разі бездокументарної форми випуску акцій); внесення інформації до системи реєстру власників іменних цінних паперів (у разі документарної форми випуску акцій) та виготовлення бланків і видача акціонерам сертифікатів акцій (у разі документарної форми випуску акцій).

Зазначимо, що на період підписки на цінні папери емітент оформляє тимчасовий глобальний сертифікат, який підлягає заміні на постійний після державної реєстрації цього випуску ДКЦПФР, або анулюється в разі визнання випуску таким, що не відбувся. Глобальний сертифікат, оформлений після державної реєстрації та визнання випуску таким, що відбувся, зберігається в депозитарії протягом усього періоду існування цінних паперів у бездокументарній формі.

Розглянуті цілі, порядок та загальні передумови збільшення статутного капіталу підприємств слід обов'язково враховувати при прийнятті рішення про використання даного інструменту у залученні фінансових ресурсів.

3.5 Зменшення статутного капіталу підприємств

3.5.1. Завдання та основні передумови зменшення статутного капіталу підприємств

До основних цілей зменшення статутного капіталу слід віднести такі:

підтримання курсу корпоративних прав, якщо він падає (зменшення статутного капіталу здійснюється для зрівноваження (або перевищення) номінальної вартості акцій (часток) з їх ринковою ціною);

одержання санаційного прибутку, який спрямовується на покриття балансових збитків;

концентрація статутного капіталу в руках найактивніших власників;

зменшення високого рівня капіталізації підприємства (зменшення капіталу при цьому є складовою обраної підприємством дивідендної політики чи політики диверсифікації інвесторів);

зменшення надлишку ліквідності (якщо чистий грошовий потік перевищує інвестиційні можливості підприємства, то доцільно спрямувати вільні кошти на повернення внесків власників з тим, щоб вони могли вкласти отримані кошти в інші інвестиційні проекти);

вихід окремих учасників зі складу товариства (у ТОВ).

Обсяги зменшення статутного капіталу визначаються рішенням зборів акціонерів (учасників). Рішення загальних зборів товариства про зміни статутного капіталу приймаються більшістю у 3/4 голосів акціонерів, які беруть участь у зборах (загальні збори визнаються правомочними, якщо в них беруть участь акціонери, що мають відповідно до статуту товариства понад 60 % голосів).

Нормативне регулювання порядку зменшення статутного капіталу здійснюється з метою захисту майнових інтересів кредиторів. Надзвичайно важливим є те, що рішення товариства про зміни розміру статутного капіталу набирає чинності лише з дня внесення цих змін до державного реєстру.

Зменшення статутного капіталу, пов'язане з виплатами компенсацій (у вигляді грошових коштів чи товарно-матеріальних цінностей) власникам корпоративних прав за наявності заперечень кредиторів не допускається, оскільки в даному разі зменшуються капітал, у межах якого власники несуть відповідальність перед кредиторами підприємства, та обсяг майна, за рахунок якого могли б погашатися його борги.

Кредитори акціонерного товариства, які мають заперечення щодо зменшення розміру статутного капіталу товариства, в строк, установлений для подання заперечень, надають копію заперечень до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Якщо ж власники передають свої корпоративні права до анулювання безкоштовно, то обмеження стосовно врахування інтересів кредиторів на цю операцію не поширюються, оскільки в даному разі відбувається лише приведення відповідно до розміру статутного капіталу підприємства реального обсягу майна, відображеного в балансі. Величина активів суб'єкта господарювання при цьому не зменшується.

Слід зазначити, що виконавчі органи підприємства несуть персональну відповідальність за факт зменшення статутного капіталу та повернення внесків власникам за наявності заперечень кредиторів. Рішення зборів засновників не звільняє дирекцію (правління) від відшкодування збитків кредиторам, оскільки воно набуває правової сили лише після внесення змін до державного реєстру.

Акціонерному товариству забороняється приймати рішення про зменшення розміру статутного капіталу також у тому разі, якщо попередній випуск акцій не зареєстровано.

При зменшенні статутного капіталу його розмір не може бути меншим за мінімальний розмір статутного капіталу, визначений законодавством.

3.5.2. Зменшення статутного капіталу ТОВ

Зменшення статутного капіталу товариства з обмеженою відповідальністю може здійснюватися двома основними способами:

в результаті виходу одного або кількох учасників зі складу товариства;

на основі зменшення частки у статутному капіталі всіх чи окремих учасників.

Повернення частки учасникові може означати для підприємства або зменшення статутного капіталу, або зміну учасника без зменшення розміру статутного капіталу. Згідно із Законом України «Про господарські товариства» при виході учасника з ТОВ йому виплачується вартість частини майна товариства, пропорційна його частці у статутному капіталі. Такого роду зміни (а також будь-які інші зміни, пов'язані зі зміною розміру статутного капіталу) вимагають внесення змін у засновницькі документи з відповідною перереєстрацією підприємства.

Виплата відповідної частки здійснюється після затвердження звіту за рік і в строк до 12 місяців з дня виходу. На вимогу учасника та за згодою товариства внесок може бути повернено повністю або частково в натуральній формі.

Досить суперечливим моментом є те, що згідно зі статтею 57 згаданого Закону у разі недостатності майна учасника ТОВ для покриття його боргів кредитори вправі вимагати виділення частки учасника-боржника в майні підприємства. У такому разі розмір статутного капіталу товариства підлягає зменшенню. Однак зменшення статутного капіталу ТОВ може відбуватися лише за рішенням зборів засновників. Що слід вчинити, якщо засновники не винесуть відповідного рішення? Крім того, зменшення статутного капіталу за наявності заперечень будь-кого з кредиторів товариства не допускається.

Що робити кредиторам одного з учасників товариства, якщо кредитори самого товариства не погоджуються зі зменшенням статутного капіталу? У разі внесення до установчих документів змін, пов'язаних зі зміною складу засновників (учасників) суб'єкта підприємницької діяльності, до державного органу реєстрації подаються оформлені відповідно до вимог законодавства документи, що засвідчують:

добровільний вихід юридичної особи зі складу засновників (учасників) — подається копія рішення засновника, а фізичної особи — нотаріально посвідчена заява;

примусове виключення засновників (учасників) — рішення уповноваженого на це органу.

Орган державної реєстрації у 5-денний термін з дня державної реєстрації змін (доповнень) в установчих документах подає до органу державної статистики та органу державної податкової служби по одній копії реєстраційної картки з відміткою про державну реєстрацію внесених змін.

У разі зменшення статутного капіталу на основі зменшення часток окремих учасників товариство має надати органу державної реєстрації такі документи:

- а) реєстраційну картку встановленого зразка;
- б) нотаріально посвідчені зміни до установчих документів (два оригінали та одну копію);
- в) протокол загальних зборів учасників;
- г) документ, що засвідчує внесення плати за державну реєстрацію.

3.5.3. Способи зменшення статутного капіталу АТ

Зменшення розміру статутного капіталу акціонерного товариства може відбуватися за такими способами:

- а) зменшення номінальної вартості акцій;
- б) зменшення кількості акцій існуючої номінальної вартості.

В останньому випадку можливі такі варіанти:

- зменшення кількості акцій на основі їх конверсії;
- безкоштовна передача акцій до анулювання;
- зменшення кількості акцій на основі їх викупу з подальшим анулюванням.

Порядок зменшення статутного капіталу АТ наведено на рис. 3.5.

За наявності достатніх підстав рішення про зменшення статутного капіталу приймається загальними зборами акціонерів чи іншим уповноваженим власниками органом. Відповідне рішення оформлюється протоколом.

Після цього виконавчий орган товариства публікує у друкованих органах Верховної Ради України або Кабінету Міністрів, або офіційному виданні фондової біржі повідомлення для кредиторів та акціонерів про намір зменшити розмір статутного капіталу товариства, яке має містити: реквізити АТ; мотиви, спосіб і розмір зменшення статутного капіталу; дані про кількість акцій, що вилучаються; їх загальну вартість; термін вилучення акцій та на-слідки відмови акціонера від обміну акцій у зв'язку зі зменшенням статутного капіталу шляхом зниження номінальної вартості акцій, а також строк подання заперечень кредиторів.

Послідовність зменшення статутного капіталу значною мірою залежить від обраного способу зменшення.

Якщо зменшення здійснюється на основі деномінації (зменшення номінальної вартості акцій), то здійснюється емісія акцій за новою номінальною вартістю. При цьому емісія акцій реєструється у ДКЦПФР та проводиться інший стандартний набір дій, які супроводжують нову емісію. За використання цього методу слід дотримуватися принципу пропорційного зменшення номіналу всіх акцій, які належать акціонерам. Це робиться для збереження існуючих пропорцій участі акціонерів у статутному капіталі.

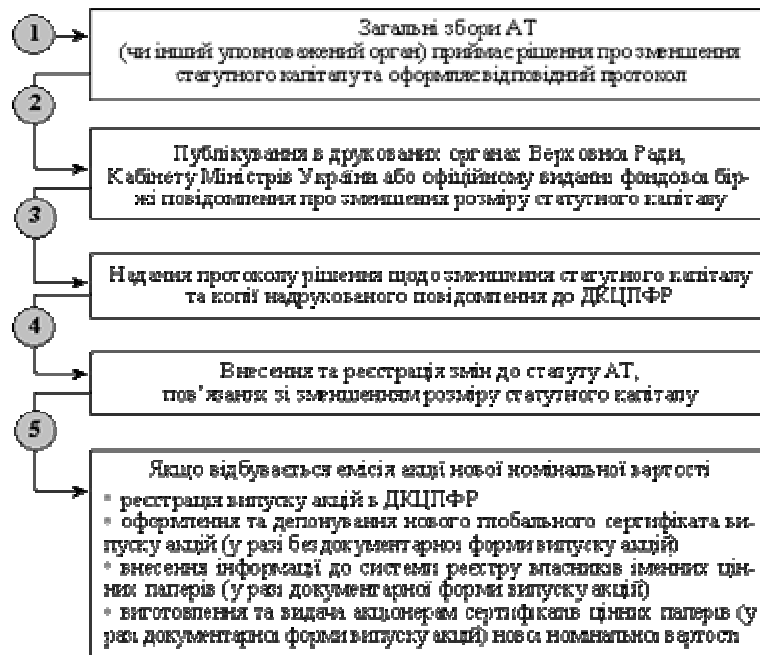


Рисунок 3.5 – Порядок зменшення статутного капіталу АТ

Зменшення кількості акцій, які є в обігу, досягається або за рахунок вилучення з обігу та анулювання частини акцій, або на основі конверсії акцій.

Конверсія акцій — це об'єднання кількох акцій в одну (або обмін за встановленим співвідношенням однієї кількості акцій на іншу). Наприклад, конверсія акцій у співвідношенні 4 : 3 означає, що на кожні чотири акції можна обміняти три акції нової емісії.

У більшості країн діє положення, згідно з яким зменшення статутного капіталу має здійснюватися в першу чергу шляхом зниження номінальної вартості, а не в результаті їх об'єднання. Це робиться з метою захисту прав дрібних акціонерів, яким у результаті об'єднання акцій можуть завдаватися збитки. Наприклад, якщо співвідношення, з яким робиться конверсія акцій, становить 11 : 9, то це означає, що акціонери, які мають менше 11 акцій, вимушені або продати їх, або докупити необхідну кількість, щоб можна було зробити обмін.

Деномінація не допускається, якщо номінальна вартість акцій дорівнює мінімально встановленому розміру. В даному разі зменшення статутного капіталу відбувається шляхом конверсії акцій або їх вилучення з обігу для анулювання.

У зарубіжній практиці проблематика неподання до деномінації чи консолідації акцій вирішується так. Акціонерне товариство визнає акції недійсними. Натомість у ході обміну емітуються нові акції, які тут же реалізуються на біржі, а виручка від їх реалізації зараховується на рахунок акціонерів, чий акції оголошені недійсними.

Зменшення кількості акцій, які є в обігу, можна досягти не лише об'єднанням акцій, а й шляхом їх викупу чи безоплатної передачі товариству для анулювання.

Загалом акціонерне товариство має право викупити в акціонера оплачені ним акції для таких цілей:

подальшого перепродажу;
розповсюдження серед своїх працівників;
з метою анулювання.

Викуп акцій АТ може здійснюватися емітентом для підтримання ринкового курсу, збільшення прибутковості акцій чи з метою запобігання поглинання. Зазначені акції повинні бути реалізовані або анульовані у строк не більше одного року. Протягом періоду володіння господарським товариством власними корпоративними правами розподіл прибутку і голосування на зборах акціонерів відбувається без урахування згаданих акцій. Це саме стосується і товариства з обмеженою відповідальністю щодо придбання ним часток учасників товариства. Протягом періоду володіння підприємством власними корпоративними правами розподіл прибутку, а також голосування і визначення кворуму на загальних зборах провадиться без урахування придбаних підприємством власних акцій (часток). Отже, викуплені корпоративні права власної емісії не призводять до приросту активів підприємства. Зазначені корпоративні права відображаються за статтею «Вилучений капітал» першого розділу пасиву балансу за фактичною собівартістю акцій чи часток.

3.5.4. Санація балансу

Досить часто рішення про зменшення статутного капіталу підприємства приймається з метою проведення санації балансу. Остання полягає в покритті відображених у балансі збитків і створенні необхідних резервів за рахунок одержання санаційного прибутку. Основна мета — приведення статутного капіталу підприємства у відповідність із чистими активами, які йому відповідають. Балансовий курс корпоративних прав при цьому досягає позначки 100 % або перевищує її. Це дає можливість залучити фінансові ресурси шляхом додаткової емісії корпоративних прав.

Санація балансу за рахунок санаційного прибутку доцільна лише у разі вичерпання всіх інших можливостей покриття балансових збитків (після спрямування на це всіх відкритих і прихованих резервів). Даний (балансовий) прибуток утворюється в результаті зменшення статутного капіталу підприємства, добровільних доплат власників його корпоративних прав або в разі списання кредиторами підприємства-боржника своїх вимог.

Санаційний прибуток — це прибуток, який виникає внаслідок викупу підприємством власних корпоративних прав (акцій, часток) за курсом, нижчим за номінальну вартість цих прав (дизажіо), в результаті їх безкоштовної передачі до анулювання, зниження номінальної вартості або при одержанні безповоротної фінансової допомоги від власників корпоративних прав, кредиторів та інших заінтересованих у санації підприємства осіб.

У контексті зменшення статутного капіталу детальніше розглянемо першу складову санаційного прибутку — дизажіо (дорівнює різниці між номінальною вартістю корпоративного права та ціною його викупу емітентом і затратами, пов'язаними з процедурою викупу прав та зменшенням статутного капіталу). Якщо корпоративні права надаються до анулювання безкоштовно, то санаційний прибуток дорівнюватиме номінальній вартості наданих до анулювання прав за мінусом витрат, пов'язаних зі зменшенням статутного

капіталу. Безкоштовне надання своїх акцій до анулювання досить часто здійснюють крупні акціонери, власники контрольних пакетів, вносячи таким чином посильний вклад у фінансування санації.

Дизажіо можна розглядати як один з видів емісійного доходу. Якщо санація балансу здійснюється за рахунок емісійного доходу, то в результаті даної операції змінюється лише структура власного капіталу, а загальна його сума залишається незмінною.

У разі санації шляхом викупу емітентом корпоративних прав в їх держателів, незважаючи на важкий фінансовий стан, підприємство повинно мати у своєму розпорядженні достатньо ліквідних засобів, необхідних для виплати відшкодування держателям акцій (часток). При цьому слід дотримуватися вимог щодо захисту прав кредиторів у разі зменшення статутного капіталу.

Загалом акціонерне товариство може викупити власні акції за цінами, встановленими рішенням зборів акціонерів або за цінами, які склалися на ринку. В останньому випадку можливі три варіанти:

- а) акції викупуваються за ціною, вищою за номінал;
- б) викуп акцій за номіналом;
- в) акції викупуваються за ціною, нижчою за номінальну вартість.

Варіант а) означає, що ринкова ціна акцій є вищою за номінал, оскільки за нормально функціонуючого фондового ринку підприємство може викупити акції власної емісії лише на таких же умовах, як й інші інвестори (якщо іншого не передбачено рішенням зборів акціонерів, про що буде описано нижче). Джерелом викупу акцій є статутний і додатковий капітал, зокрема емісійний дохід. Якщо ж останній відсутній, то на ці цілі можна спрямувати прибуток. Зрозуміло, що для санаційних цілей даний варіант не придатний, оскільки санаційний прибуток не виникає.

Варіант б) є суто теоретичним. Він передбачає, що ринкова ціна акцій дорівнює їх номінальній вартості. На практиці такі випадки майже не зустрічаються. Джерелом викупу акцій при цьому є статутний капітал.

Варіант в) означає, що ринкова ціна акцій є нижчою за їх номінальну вартість, інакше жоден акціонер добровільно не продав би підприємству свої акції за ціною, нижчою за номінал. Ціна акцій може бути нижчою за їх номінальну вартість передусім у разі збиткової діяльності підприємства.

У даному випадку на придбання акцій спрямовується лише частина активів підприємства, яка відповідає еквівалентній частці статутного капіталу. При цьому підприємство отримує санаційний прибуток у вигляді емісійного доходу. Він дорівнює різниці між номінальною вартістю корпоративного права та ціною його викупу емітентом і затратами, пов'язаними з процедурою викупу прав і зменшенням статутного капіталу.

Таким чином, найважливішою умовою використання даного методу санації є те, що для акціонерного товариства викуп акцій може бути доцільним лише за курсом, нижчим за номінальну вартість. У противному разі санаційний прибуток, який може бути спрямований на покриття балансових збитків, не виникає, а отже, зменшувати статутний капітал немає сенсу. При використанні

даного методу санації підприємство може покрити засвідчені в балансі збитки, однак його платоспроможність і ліквідність дещо погіршуються, оскільки для придбання власних корпоративних прав витрачаються ліквідні засоби.

Слід ще раз підкреслити: за економічним змістом зменшення статутного капіталу з метою покриття балансових збитків підприємства означає приведення розміру номінального капіталу у відповідність до його реальної вартості, яка впливає зі стану балансу. Збитки для власників виникають не в момент зменшення номіналу (чи анулювання акцій), а тоді, коли підприємство зазнало збитків від фінансово-господарської діяльності.

У разі зменшення розміру статутного капіталу інформація про випуск акцій не підлягає обов'язковій реєстрації та опублікуванню. Звіт про результати зменшення розміру статутного капіталу не складається і до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку не подається.

3.6 Звіт про власний капітал

Інформація, відображена в першому розділі пасиву балансу «Власний капітал», показує загальну картину стану власного капіталу та його окремих позицій на початок та кінець звітного періоду. На основі цієї інформації можна провести поверховий аналіз показників, в основі розрахунку яких є власний капітал. Розшифрування першого розділу пасиву балансу, яке дає змогу фінансовому аналітику дійти висновків щодо змін, які відбулися в складі власного капіталу підприємства, причини цих змін та існуючі тенденції, міститься у звіті про власний капітал.

Метою складання звіту про власний капітал є розкриття і аналіз інформації щодо змін у складі власного капіталу підприємства протягом звітного періоду. Читаючи звіт, користувач може з'ясувати основні чинники (операції), які вплинули на зміни (збільшення чи зменшення) у складі власного капіталу в цілому та окремих його позицій зокрема.

Звіт складається у формі шахової таблиці в розрізі статей, які включаються до складу першого розділу пасиву балансу та причин їх зміни. Шаховий принцип побудови звіту передбачає розміщення по горизонталі елементів (статей) власного капіталу, а по вертикалі — основних операцій, які можуть призвести до зміни окремих статей і власного капіталу в цілому.

Звіт про власний капітал складається на підставі балансу, звіту про фінансові результати, а також аналітичних даних до відповідних облікових регістрів. За правильного відображення операцій, які призвели до змін у складі власного капіталу, залишок власного капіталу на кінець року (в цілому та у розрізі окремих статей), який відображається у балансі, збігається з тим, який показується у звіті про власний капітал. Суми, що зменшують статті власного капіталу, наводяться в дужках.

Побудуємо звіт про власний капітал з урахуванням інформації, наведеної в балансі та звіті про фінансові результати умовного підприємства.

Показники залишку за окремими статтями власного капіталу на початок періоду переносяться з відповідної графі балансу підприємства. Далі по

вертикалі відображаються операції, які можуть призвести до змін у власному капіталі. На перетині відповідних вертикальних рядків і горизонтальних граф відображаються дані, що характеризують вплив тих чи інших операцій на стан позицій власного капіталу.

Якщо на підприємстві мали місце зміни в обліковій політиці, виправлення помилок, допущених при складанні звітів у попередніх періодах чи інші зміни, то на відповідну величину здійснюється, як правило, коригування сальдо нерозподіленого прибутку на початок звітної року. Скоригований залишок на початок року у звіті містить інформацію про позиції власного капіталу з урахуванням можливих коригувань.

Власний капітал підприємства може змінитися в результаті переоцінки необоротних активів, зокрема уцінки чи дооцінки нематеріальних активів, основних засобів, незавершеного будівництва. Сума дооцінки збільшує інший додатковий капітал, якщо така дооцінка є першою переоцінкою необоротних активів, тобто до дооцінки не провадилася уцінка необоротних активів, суму якої було списано на інші витрати. Сума уцінки необоротних активів зменшує інший додатковий капітал у разі, якщо до уцінки вже було проведено дооцінку таких необоротних активів (сума якої збільшила додатковий капітал). Суми переоцінок необоротних активів, що проводяться протягом звітної року, відображаються у Звіті про власний капітал розгорнуто. Якщо стосовно одного з видів необоротних активів протягом року провадилися дооцінка та уцінка, суми яких вплинули на величину додаткового капіталу, у Звіті така переоцінка відображається розгорнуто — окремо дооцінка та окремо уцінка по відповідному рядку.

Виходячи з базових джерел інформації для нашого прикладу, які містяться в дод. 1 та 2, вищеописані операції не вплинули на показники власного капіталу.

Важливим чинником, який впливає на величину власного капіталу підприємства, є обсяг чистого прибутку (збитку) та порядок його використання (чи покриття) у звітному періоді. Базова інформація щодо цього міститься у звіті про фінансові результати та в рішенні зборів власників підприємства щодо порядку використання прибутку. В нашому прикладі чистий прибуток підприємства 86 тис. грн (дод. 2 до розд. 3). Ця інформація відображається в графі перетину позицій «Чистий прибуток (збиток) за звітний період» та «Нерозподілений прибуток» звіту про власний капітал. Якщо за даними звіту про фінансові результати підприємство має збиток, то його величину має бути відображено у тій же графі у дужках.

У разі прийняття рішення щодо використання чистого прибутку звітної року, нерозподіленого прибутку чи частини резервного капіталу на виплату дивідендів величина дивідендів відображається за відповідними позиціями власного капіталу у дужках і зменшує власний капітал підприємства.

Якщо ж нерозподілений прибуток спрямовано на збільшення статутного і резервного капіталу, то відбувається внутрішній перерозподіл сум власного капіталу підприємства: відповідну суму прибутку у звіті про власний капітал відображають двічі — за статтею «Нерозподілений прибуток» у дужках (як

величина, що зменшує прибуток) і за статтями «Статутний капітал» і «Резервний капітал» (як величина, що збільшує власний капітал).

Таким чином, можна дійти висновку, що статутний капітал підприємства зріс у результаті використання для цих цілей інших джерел, зокрема внесків власників. Внески до капіталу можуть спрямовуватися на:

- поповнення статутного чи пайового капіталу;
- збільшення додатково вкладеного чи іншого капіталу;
- погашення заборгованості учасників щодо внесків до статутного, пайового, додатково вкладеного та іншого капіталу.

Суми внесків відображаються за відповідними позиціями власного капіталу.

Наступний блок операцій, пов'язаних зі зміною власного капіталу, — це операції, результатом яких є вилучення капіталу. Вилучення капіталу може здійснюватися з допомогою таких операцій:

- вилучення частки в капіталі;
- викуп акцій;
- анулювання викуплених акцій;
- перепродаж раніше викуплених акцій;
- зменшення номінальної вартості акції.

При виході учасника з товариства йому повертається його частка (внесок). Якщо в результаті повернення учаснику його частки на величину такої частки зменшився статутний капітал, то таку операцію буде відображено в графі перетину рядка «Вилучення частки в капіталі» та стовпця «Статутний капітал» у сумі, що дорівнює зменшенню статутного капіталу.

Як уже зазначалося, підприємство може викупити корпоративні права власної емісії з метою їх анулювання чи перепродажу. Операція викупу акцій (часток) не змінює статутного капіталу підприємства, однак сума власного капіталу зменшується на фактичну величину викуплених корпоративних прав. Факт зменшення активів підприємства в результаті здійснення вказаної операції призводить до зменшення пасивів за позицією «Вилучений капітал».

Залежно від прийнятого рішення щодо викуплених корпоративних прав у звіті про власний капітал будуть зафіксовані такі зміни:

якщо протягом звітнього року здійснювались операції з анулювання викуплених акцій (часток), то за статтею «Статутний капітал» відображається номінальна вартість анульованих корпоративних прав, а за позиціями додаткового, резервного капіталу чи нерозподіленого прибутку — перевищення ціни викупу корпоративних прав над їх номіналом;

якщо протягом звітнього року викуплені акції (частки) перепродавались, то за відповідними позиціями відображається зменшення вилученого капіталу, статутного капіталу чи капітальних резервів (залежно від ціни продажу корпоративних прав).

До інших змін у капіталі можна віднести:

зменшення статутного, пайового, додаткового капіталу, нерозподіленого прибутку у зв'язку зі списанням невідшкодованих збитків;

збільшення додаткового капіталу внаслідок безоплатного отримання необоротних активів (відображається з урахуванням зменшення додаткового капіталу на суму амортизації таких активів).

Загальна сума змін власного капіталу, що відбулися протягом звітного року, визначається підсумовуванням і відніманням річних оборотів за всіма позиціями власного капіталу. Залишок власного капіталу в цілому та в розрізі його складових на кінець року визначається таким чином:

залишок капіталу на початок року:

(+) збільшення капіталу протягом звітного періоду;

(–) зменшення капіталу протягом звітного періоду;

(=) залишок капіталу на кінець року.

Правильність заповнення звіту можна перевірити, скориставшись закономірностями шахової таблиці. Загальний результуючий підсумок показників по вертикалі повинен дорівнювати загальному результуючому підсумку показників по горизонталі. У нашому прикладі сума показників по горизонталі становить 780 тис. грн, що дорівнює відповідній сумі по вертикалі (дані строки «Разом зміни в капіталі» при розрахунках до уваги не беруться).

Якщо залишки власного капіталу на початок року, що відображаються в балансі підприємства, скоригувати на приріст (чи зменшення) власного капіталу за даними звіту про власний капітал, то ми отримаємо балансовий залишок власного капіталу на кінець періоду. Якщо залишки, які містяться в балансі, збігаються з даними, наведеними у звіті про власний капітал, то звітність складена правильно.

Тема 4 Внутрішні джерела фінансування підприємств

Внутрішні джерела фінансування операційної та інвестиційної діяльності підприємств. Порівняльна характеристика внутрішніх і зовнішніх джерел формування власного капіталу підприємства.

Самофінансування та його роль у формуванні фінансових ресурсів суб'єктів господарювання. Форми самофінансування.

Поняття тезаврації прибутку підприємства. Нерозподілений прибуток та його економічний зміст. Вплив оподаткування на розподіл і використання прибутку підприємства. Приховане самофінансування. Амортизаційні відрахування та забезпечення наступних витрат і платежів як внутрішні джерела фінансування підприємств.

Cash-flow (чистий грошовий потік) як індикатор фінансування підприємств за рахунок внутрішніх джерел. Методи розрахунку Cash-flow. Звіт про рух грошових коштів.

4.1 Класифікація внутрішніх джерел фінансування підприємства

У науково-практичній літературі можна зустріти дві основних концепції трактування сутності та класифікації внутрішніх джерел фінансування. Перший підхід зорієнтований на фінансові результати, другий — на рух грошових

потоків. Це зумовлено тим, що не завжди доходи та витрати підприємства, відображені у звіті про фінансові результати, збігаються з грошовими надходженнями (видатками) в рамках операційної та інвестиційної діяльності відповідного періоду. Наприклад, величина виручки від реалізації продукції, відображена у звітності, може не збігатися з грошовими надходженнями від реалізації в тому ж періоді. З іншого боку, не всі витрати, які враховуються при визначенні фінансових результатів певного періоду, пов'язані з грошовими видатками.

До внутрішніх джерел фінансування підприємств здебільшого відносять такі:

- чистий прибуток;
- амортизаційні відрахування;
- забезпечення наступних витрат і платежів.

Дискусійним є питання віднесення до внутрішніх джерел фінансування грошових надходжень від інвестиційної діяльності, зокрема, процентів, дивідендів, виручки від реалізації необоротних активів, фінансових інвестицій тощо. Прихильники віднесення зазначених надходжень до зовнішніх фінансових джерел обґрунтовують свою позицію тим, що дезінвестиції та фінансові доходи не є результатом операційної діяльності, а отже, не можуть розглядатися як внутрішнє фінансування.



Рисунок 4.1 – Внутрішні джерела фінансування підприємств

На нашу думку, віднесення згаданих надходжень до внутрішніх є виправданим, оскільки за їх рахунок можна покрити потребу підприємства в капіталі, не вдаючись до зовнішніх фінансових джерел, які мобілізуються на ринку капіталів. Принциповим є те, що при внутрішньому фінансуванні капітал, який був вкладений в необоротні та оборотні активи (за винятком грошових еквівалентів), вивільняється і трансформується в ліквідні засоби, у вигляді частини виручки від реалізації та інших доходів, які залишаються на підприємстві після сплати всіх податків. Інакше кажучи, це та частина фінансових ресурсів підприємства, джерелом формування якої є операційна та

інвестиційна діяльність і яка не пов'язана із залученням ресурсів на ринку капіталів.

На рис. 4.1 наведена класифікація внутрішніх джерел фінансування підприємств, яка найчастіше зустрічається в німецько- та англійській економічній літературі.

Як видно з рисунка, окрім вищезгаданих форм фінансування, внутрішню природу мають також фінансові ресурси, які формуються завдяки впровадженню раціоналізаторських заходів. Метою цих заходів є зменшення грошових видатків підприємства в результаті поліпшення організації оборотних активів, зокрема шляхом скорочення операційного циклу та економії на витратах.

Для підприємств, які не мають можливості залучити кошти із зовнішніх фінансових джерел (через низьку кредитоспроможність чи інвестиційну привабливість, недостатнє кредитне забезпечення), внутрішнє фінансування є єдиним способом забезпечення фінансовими ресурсами. Однак суттєвою проблемою, яка при цьому виникає, є проблема контролю власниками за ефективним використанням фінансових ресурсів.

4.2 Самофінансування підприємств

Основним внутрішнім джерелом фінансування є самофінансування, пов'язане з реінвестуванням (тезаврацією) прибутку у відкритій чи прихованій формі. Підкреслимо, що амортизаційні відрахування не належать до самофінансування (як це досить часто можна зустріти у вітчизняній економічній літературі). Ефект самофінансування проявляється з моменту одержання чистого прибутку до моменту його визначення, розподілу та виплати дивідендів, оскільки отриманий протягом року прибуток вкладається в операційну та інвестиційну діяльність. Рішення власників підприємства про обсяги самофінансування є одночасно і рішенням про розмір дивідендів, які підлягають виплаті.

У світовій економічній літературі, залежно від способу відображення прибутку в звітності, зокрема в балансі, виокремлюють:

- а) приховане самофінансування;
- б) відкрите самофінансування (тезаврація прибутку).

Приховане самофінансування

Ця форма фінансування підприємства пов'язана з використанням прихованого прибутку. Приховування прибутку здійснюється (у розумінні західних фахівців) у результаті формування прихованих резервів. Оскільки приховані резерви проявляються лише при їх ліквідації, приховане самофінансування здійснюється за рахунок прибутку до оподаткування. Отже, відбувається відстрочка сплати податків і виплати дивідендів.

Приховані резерви — це частина власного капіталу підприємства, яка жодним чином не відображена в його балансі, отже, обсяг власного капіталу в результаті формування прихованих резервів буде меншим, ніж це є насправді.

Тезаврація прибутку — це спрямування його на формування власного капіталу підприємства з метою фінансування інвестиційної та операційної діяльності.

Величина тезаврації відповідає обсягу чистого прибутку, який залишився в розпорядженні підприємства після сплати всіх податків та нарахування дивідендів. Збільшення власного капіталу в результаті тезаврації прибутку підприємства позначається також як відкрите самофінансування. Інформація про це наводиться в офіційній звітності.

Для визначення рівня самофінансування розраховують коефіцієнт самофінансування:

$$K_{сф} = \frac{\text{Тезаврований прибуток}}{\text{Чистий прибуток}} \quad (4.1)$$

4.3 Збільшення статутного капіталу без залучення додаткових внесків

Збільшення статутного капіталу підприємства без залучення додаткових внесків власників здійснюється шляхом підвищення номінальної вартості акцій або на основі безплатного розміщення серед держателів додаткових корпоративних прав (акцій) пропорційно до належної кожному власнику частки статутного капіталу. При цьому використовуються такі основні джерела:

1. Чистий прибуток звітного періоду (одночасно із тезаврацією збільшується власний капітал).

2. Додатковий вкладений капітал або інший додатковий капітал у межах суми дооцінки необоротних активів.

3. Прибуток, тезаврований у попередніх періодах (резервний капітал чи нерозподілений прибуток минулих років).

В останніх двох випадках змінюються пропорції власного капіталу: той, що приносить дивіденди, і той, на який вони не нараховуються, а курс корпоративних прав має тенденцію до падіння.

Зазначимо, що резервний капітал можна спрямовувати на виплату дивідендів чи на збільшення статутного капіталу у сумі, що перевищує мінімально встановлений (законодавством чи статутом підприємства) його обсяг.

Порядок збільшення розміру статутного капіталу акціонерного товариства за рахунок раніше сформованих резервів чи реінвестицій включає таку послідовність дій:

а) прийняття рішення про збільшення розміру статутного капіталу акціонерного товариства та оформлення відповідного протоколу;

б) публікація у друкованих органах Верховної Ради України або Кабінету Міністрів України, або офіційному виданні фондової біржі повідомлення про збільшення розміру статутного капіталу товариства;

в) надання протоколу рішення щодо збільшення розміру статутного капіталу та копії надрукованого повідомлення до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку не пізніше 10 днів після його опублікування;

г) внесення та реєстрація змін до статуту товариства, пов'язаних зі збільшенням розміру статутного капіталу;

д) реєстрація випуску акцій;

е) оформлення та депонування нового глобального сертифіката випуску акцій (у разі бездокументарної форми випуску акцій);

є) внесення інформації до системи реєстру власників іменних цінних паперів (у разі документарної форми випуску акцій);

ж) виготовлення бланків та видача акціонерам сертифікатів акцій (у разі документарної форми випуску акцій).

У разі збільшення статутного капіталу акціонерного товариства за рахунок реінвестиції чи резервів інформація про випуск акцій реєстрації не підлягає, відкрита підписка на акції не здійснюється.

Повідомлення про збільшення розміру статутного капіталу товариства має містити такі відомості: реквізити підприємства; спосіб та розмір збільшення статутного капіталу; дату і номер рішення (протоколу) про емісію акцій; загальну суму випуску акцій із зазначенням номінальної вартості, кількості, типу та категорії акцій; термін початку та закінчення приймання заяв від акціонерів у разі їх згоди на спрямування нарахованої кожному з них суми дивідендів на збільшення розміру статутного капіталу (виплату дивідендів акціями); обсяг прав, що надаються у разі випуску привілейованих акцій, порядок і місце отримання акціонерами додаткової кількості акцій (акцій нової номінальної вартості).

Майновий стан власників у результаті збільшення капіталу за рахунок коштів підприємства не змінюється, оскільки трансформація резервів і нерозподіленого прибутку в номінальний капітал є ніщо інше як фінансування збільшення капіталу за рахунок невикрашеного власникам прибутку (дивідендів) чи здійснених ними ж внесків у додатковий капітал. Ринковий курс реагує на емісію додаткових (безкоштовних) акцій зменшенням ринкової ціни корпоративних прав. Ринкова ціна збільшується в період тезаврації прибутку в інші позиції власного капіталу: резерви, страхові фонди тощо. З теоретичного погляду, капітал акціонера (кількість акцій, помножена на їх ринкову вартість) до збільшення статутного капіталу дорівнює обсягу капіталу після його збільшення.

4.4 Забезпечення наступних витрат і платежів

До внутрішніх джерел фінансування належать також створювані з власної ініціативи підприємств забезпечення (резерви) для відшкодування майбутніх витрат, збитків, зобов'язань, величина яких є невизначеною. У складі забезпечень наступних витрат і платежів (розділ 2 пасиву балансу) відображаються нараховані у звітному періоді майбутні витрати і платежі,

величина яких може бути визначена тільки на основі прогнозних оцінок, а також залишки коштів цільового фінансування і цільових надходжень.

Забезпечення створюється при виникненні внаслідок минулих подій зобов'язання, погашення якого ймовірно призведе до зменшення ресурсів, що втілюють в собі економічні вигоди, та його оцінка може бути розрахунково визначена. Забезпечення використовуються для відшкодування лише тих витрат, для покриття яких вони були створені. Забороняється створювати забезпечення для покриття майбутніх збитків від діяльності підприємства.

Ефект фінансування за рахунок забезпечень проявляється завдяки існуванню часового розриву між моментом їх формування (нарахування) та використання (грошових виплат). Залежно від цього визначають можливий строк використання їх як джерела фінансування. Якщо забезпечення мають короткостроковий характер, однак нарахування здійснюються регулярно (револьверно) і зберігаються стабільні залишки на відповідних рахунках, то їх можна трактувати як довгостроковий капітал.

Забезпечення можуть відноситися або на рахунок витрат підприємства (у складі інших операційних витрат), або відшкодовуватися за рахунок прибутку. Величина забезпечень визначається на основі прогнозних розрахунків фінансових і бухгалтерських служб підприємства. Розмір забезпечень, які відносяться на валові витрати, лімітується податковим законодавством.

До основних видів забезпечень, які можуть створюватися на підприємствах, належать такі:

- забезпечення виплат персоналу;
- додаткове пенсійне забезпечення;
- виконання гарантійних зобов'язань;
- реструктуризація;
- виконання зобов'язань за ризиковими (обтяжливими) контрактами тощо.

Забезпечення виплат персоналу. Найтиповішим видом забезпечень, з яким обізнані вітчизняні економісти, є резерв на виплату відпусток. Він створюється з метою рівномірного включення майбутніх витрат на виплату відпусток до витрат звітного періоду (наприклад, місяця). Величина резерву визначається як добуток фактично нарахованої заробітної плати працівникам і процента, обчисленого як відношення річної прогнозованої суми на оплату відпусток до загального бюджету оплати праці. При безпосередньому нарахуванні відпускних працівникам відповідна сума уже не включається до витрат звітного періоду, а нараховується за рахунок коштів сформованого резерву. Створення резерву відпусток не спричиняє жодних наслідків у податковому обліку. Валові витрати виникають у підприємства безпосередньо в момент нарахування відпускних до виплати (тобто в момент використання зарезервованих сум).

До забезпечень виплат персоналу належать також інші суми нарахованих у звітному періоді витрат і платежів персоналу, що здійснюватимуться в майбутніх звітних періодах. До таких виплат потрібно віднести витрати на обов'язкові відрахування (збори) для забезпечення виплат на оплату відпусток,

зокрема збори на обов'язкове державне пенсійне та соціальне страхування, обов'язкове соціальне страхування на випадок безробіття.

Резерв на додаткове пенсійне забезпечення. Хоча законодавством України передбачена можливість реалізації програм додаткового пенсійного забезпечення за рахунок створення внутрішньовиробничих пенсійних фондів, у практиці господарювання вітчизняних підприємств вони ще не набули поширення. Між тим залишки у фондах (які є складовою забезпечень наступних витрат) на підприємствах країн з розвинутою ринковою економікою розглядаються як важливе джерело фінансування.

Якщо трудовим договором між працівником та працедавцем передбачаються грошові компенсації у разі непрацездатності, інвалідності, смерті чи старості, то протягом активної діяльності працівника нараховуються внески у відповідні фонди. Грошові видатки з цих фондів здійснюються лише з настанням певних обставин (вихід на пенсію, настання страхового випадку тощо), як правило, через багато років. Таким чином, підприємства мають у своєму розпорядженні постійні залишки коштів, які використовуються для покриття потреби в капіталі. Ці кошти можна розглядати як довгостроковий позичковий капітал.

Особливе значення цьому джерелу фінансування надають на підприємствах Німеччини. У крупних німецьких компаніях залишки на відповідних фондах сягають 15 % валюти балансу і нерідко перевищують величину статутного капіталу. Це пояснюється особливостями німецької пенсійної системи, значну роль в якій відіграють саме підприємства-роботодавці, що, в свою чергу, стимулюється податковим законодавством (частина відрахувань у відповідні фонди виводиться з-під оподаткування).

Резерв на виконання гарантійних зобов'язань. По товарах, на які встановлено гарантійний термін, до обов'язків продавця (виробника) входить виконання гарантійних зобов'язань протягом терміну гарантії. У разі виявлення дефектів або фальсифікації товарів протягом гарантійного терміну експлуатації споживач має право вимагати від продавця (виробника) їх усунення та відшкодування заподіяних збитків. З метою рівномірного віднесення на собівартість продукції витрат на гарантійний ремонт (обслуговування) підприємство може сформувати резерв на виконання гарантійних зобов'язань. Величина резерву встановлюється, виходячи з рівня гарантійних замін, встановленого підприємством на основі прогнозних оцінок. Згідно з податковим законодавством до складу валових витрат платника включаються будь-які витрати на гарантійний ремонт (обслуговування) або гарантійні заміни товарів, проданих платником податку, вартість яких не компенсується за рахунок покупців таких товарів. При цьому сума, що відноситься на валові витрати, не може перевищувати 10 % сукупної вартості проданих товарів, по яких не закінчився строк гарантійного обслуговування.

Забезпечення для відшкодування витрат на реструктуризацію створюється у разі наявності затвердженого керівництвом підприємства плану реструктуризації з конкретними заходами, строками їх виконання та сумою очікуваних витрат під час і після початку реалізації цього плану. Аналогічно до

інших видів забезпечень залишки резерву витрат на реструктуризацію та виконання гарантійних зобов'язань можуть використовуватися як джерела прихованого фінансування підприємств.

Виняток із загальних правил, що стосуються забезпечень, становлять кошти цільового фінансування і цільових надходжень, які згідно з П(С)БО також включаються до складу забезпечень наступних витрат і платежів. Залишки цільового фінансування (субсидії, асигнування з бюджету та позабюджетних фондів, цільові внески фізичних та юридичних осіб) можна розглядати як власний капітал. До того ж ці кошти надходять на підприємство ззовні. Щоправда, в умовах розвинутого ринку такого роду надходження на підприємствах практично відсутні. Саме тому ми не зупинятимемося на їх характеристиці.

4.5 Чистий грошовий потік (Cash-flow)

Показник Cash-flow почав використовуватися в 50-х роках XX століття американськими аналітиками при аналізі цінних паперів та звітності підприємств. Чистий рух грошових коштів у результаті операційної діяльності прийнято позначати як операційний Cash-flow, чистий рух коштів від інвестиційної діяльності — як інвестиційний Cash-flow. Різниця між вхідними та вихідними потоками в рамках фінансової діяльності (у вузькому розумінні) — Cash-flow від фінансової діяльності.

Чистий Cash-flow (рух грошових коштів) по підприємству за звітний період розраховується як арифметична сума Cash-flow від усіх видів діяльності. Він дорівнюватиме приросту грошових коштів та їх еквівалентів за означений період.

Основою розрахунку загального Cash-flow є операційний Cash-flow, який характеризує величину чистих грошових потоків, що утворюються в результаті операційної діяльності, тобто частину виручки від реалізації, яка залишається в розпорядженні підприємства в певному періоді після здійснення всіх грошових видатків операційного характеру. Цей показник можна розглядати як критерій оцінки внутрішнього потенціалу фінансування підприємства. Достатній розмір операційного Cash-flow створює сприятливі передумови для залучення фінансових ресурсів із зовнішніх джерел. Наявність операційного Cash-flow характеризує здатність підприємства:

- а) фінансувати інвестиції за рахунок внутрішніх фінансових джерел;
- б) погашати фінансову заборгованість;
- в) виплачувати дивіденди.

Структурно-логічна схема виникнення та використання операційного Cash-flow наведена на рис. 4.2.

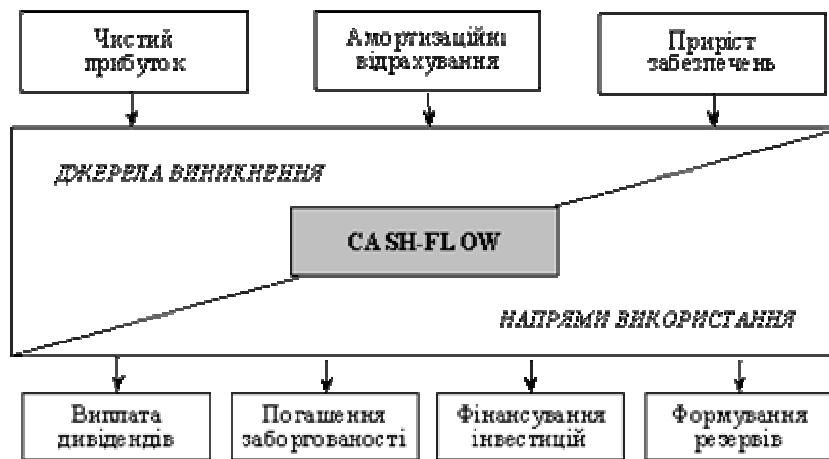


Рис. 4.2 – Виникнення та використання операційного Cash-flow

Операційний Cash-flow та загальну суму грошових надходжень у рамках інвестиційної діяльності можна розглядати як внутрішнє джерело фінансування.

Базу для визначення Cash-flow від операційної діяльності утворюють дані звіту про фінансові результати (про прибутки і збитки) та баланс підприємства. Серед економістів до цього часу немає єдності щодо методології визначення Cash-flow. Класичний спосіб розрахунку операційного Cash-flow полягає в тому, що до чистого прибутку підприємства (після оподаткування) за визначений період додаються амортизаційні відрахування, нараховані у цьому самому періоді, та приріст забезпечень.

Якщо від «класичного» (брутто) Cash-flow відняти суму нарахованих дивідендів, то одержимо — нетто Cash-flow. Однак при використанні цього підходу до визначення чистого грошового потоку не враховуються зміни у складі поточних активів та пасивів, які також суттєво впливають на величину грошових коштів підприємства.

Дискусійним є питання віднесення до складу операційного Cash-flow процентів за користування позичками. Хоча за логікою, сплата процентів мала б належати до грошових видатків у рамках фінансової діяльності, згідно з П(С)БО і міжнародними стандартами складання фінансової звітності ця позиція відноситься до операційного Cash-flow. Для спрощення розрахунків у подальшому ми також відноситимемо зазначені грошові нарахування та видатки до операційних.

На практиці поширення набули два основні методи розрахунку Cash-flow від операційної діяльності, які враховують згадані зміни у складі оборотних активів і поточних зобов'язань і передбачають віднесення процентів за користування позичками до складу операційних витрат:

1. Прямий метод, при використанні якого чистий грошовий потік (Cash-flow) від операційної діяльності розраховується як різниця між вхідними та вихідними грошовими потоками, що мають безпосереднє відношення до операційної діяльності підприємства. До вхідних грошових потоків належать: грошові надходження від продажу товарів у звітному періоді; погашення

дебіторської заборгованості; інші грошові надходження від операційної діяльності (від реалізації оборотних активів, операційної оренди активів тощо). До вихідних грошових потоків належать грошові видатки на покриття витрат, які включаються у собівартість продукції, адміністративних витрат, витрат на збут, інших витрат у рамках операційної діяльності, а також податки на прибуток та проценти за користування позичками.

2. Непрямий метод. Вихідною величиною при використанні цього методу є фінансові результати від операційної діяльності. Здійснюється зворотний до прямого методу розрахунок: операційні прибутки (збитки) коригуються на статті доходів (зменшуються) і витрат (збільшуються), які не впливають на обсяг грошових засобів (амортизація, забезпечення наступних витрат і платежів), а також на суму змін в оборотних активах та поточних зобов'язань, що пов'язані з рухом коштів у рамках операційної діяльності та сплатою процентів за користування позичками.

Схема розрахунку операційного Cash-flow з умовними сумами прямим і непрямим методами наведена в табл. 4.1. Базова інформація для розрахунків взята із дод. 1, 2 та 3 до цього розділу.

Таблиця 4.1 – Розрахунок операційного Cash-Flow, тис. грн

ПРЯМИЙ МЕТОД	Сума
(+) Грошові надходження від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	1200
(-) Грошові виплати постачальникам за сировину, матеріали, послуги тощо	600
(-) Грошові видатки на утримання персоналу	400
(+) Інші грошові надходження, які не належать до інвестиційної та фінансової діяльності	—
(-) Інші грошові видатки для покриття операційних витрат, які не стосуються інвестиційної та фінансової діяльності	100
(-) Сплата процентів за користування позичками	15
(-) Сплата податків на прибуток	24
= Cash-flow (операційний)	61

НЕПРЯМИЙ МЕТОД	Сума
(+) Чистий прибуток від операційної діяльності	56
(+) Витрати, не пов'язані з грошовими виплатами	70
(-) Доходи, не пов'язані з грошовими надходженнями	—
(-) Приріст; (+) Зменшення оборотних активів (крім грошових коштів, їх еквівалентів, поточних фінансових інвестицій, інших статей неопераційних оборотних активів)	-70
(-) Зменшення; (+) Збільшення поточних зобов'язань, у т. ч. відсотки (крім короткострокових кредитів банків та інших статей, не пов'язаних з	+5

операційною діяльністю)	
= Cash-flow (операційний)	61
(-) Інвестиції в необоротні активи	245
(+) Дезінвестиції	50
(±) Доходи (збитки) від інвестиційної діяльності	+30
= Free Cash-flow (перед фінансуванням)	-104

Якщо операційний Cash-flow скоригувати на позитивний (негативний) Cash-flow від інвестиційної діяльності, то ми отримаємо так званий Free (незалежний) Cash-flow, який характеризує здатність підприємства забезпечити операційну діяльність та планові інвестиції за рахунок внутрішніх фінансових джерел (незалежно від зовнішнього фінансування). Від'ємне значення Free Cash-flow, як це має місце в нашому прикладі (див. табл. 4.1), показує, що для здійснення запланованих видатків підприємство має потребу у зовнішньому фінансуванні в обсязі 104 тис. грн, яка утворилася в результаті дефіциту внутрішніх джерел фінансування. Позитивне значення Free Cash-Flow свідчить про наявність надлишку коштів, які можуть бути використані для таких цілей:

- виплата дивідендів;
- погашення банківських позичок;
- викуп власних корпоративних прав.

Розрахунок Free Cash-flow має значення як при ex-post аналізі, оскільки дає змогу користувачам звітності зробити висновок про потенціал внутрішнього фінансування в попередніх періодах, так і під час ex-ante аналізу, оскільки є базовою величиною для прогнозування вхідних і вихідних грошових потоків, пов'язаних з фінансовою діяльністю. Теперішня вартість очікуваного майбутнього Free Cash-flow може використовуватися як критерій оцінки вартості підприємства в рамках концепції максимізації доходів власників (SVK). У рамках фінансового контролінгу показник Free Cash-flow використовується також як індикатор раннього попередження про можливі проблеми у сфері управління дебіторською заборгованістю та запасами, збутовій сфері тощо. Вважається, що цей показник швидше і виразніше сигналізує про негативний розвиток, ніж показники прибутковості.

Прямий метод розрахунку використовується, як правило, під час внутрішнього аналізу в рамках фінансового контролінгу для оцінки впливу руху грошових коштів на нинішню та потенційну ліквідність підприємства. За зовнішнього аналізу визначити чистий рух грошових коштів прямим методом неможливо за браком необхідної інформації, зокрема щодо грошових видатків підприємства на придбання сировини, матеріалів, на утримання персоналу тощо. Саме тому при оцінці кредитоспроможності чи інвестиційної привабливості підприємства використовується непрямий метод розрахунку Cash-flow, за якого використовується інформація, що міститься в офіційній звітності.

4.6 Показники Cash-flow

Показники, базою розрахунку яких є операційний Cash-flow, широко використовуються при оцінці фінансового стану підприємства та визначенні його кредитоспроможності. В той час як раніше в континентальній Європі при прийнятті рішення про видачу кредитів банки орієнтувалися в основному на вартість кредитного забезпечення, сьогодні головним критерієм прийняття відповідних рішень є Cash-flow, який прогнозується отримати позичальником, оскільки насамперед саме за рахунок цього джерела підприємства можуть погасити позички та проценти за ними.

Показник Cash-flow характеризується більшою об'єктивністю порівняно з чистим прибутком чи показниками рентабельності, розрахованими з використанням прибутку, адже при розрахунках Cash-flow є менше можливостей для маніпуляцій, зокрема пов'язаних з обліковою політикою підприємства та формуванням прихованих резервів. Так, чистий прибуток зі збільшенням рівня амортизаційних відрахувань та забезпечень наступних витрат зменшується, в той же час Cash-flow залишається незмінним. Показник Cash-flow можна розглядати з трьох позицій:

- 1) як індикатор ліквідності та платоспроможності підприємства;
- 2) як показник результативності фінансово-господарської діяльності (індикатор теперішньої та майбутньої дохідності підприємства);
- 3) як індикатор спроможності до фінансування за рахунок внутрішніх джерел.

До основних показників Cash-flow, які розраховують на практиці, належать такі:

1. Показник тривалості погашення заборгованості.
2. Показник обернено пропорційний до тривалості погашення заборгованості.
3. Показник самофінансування інвестицій, %.
4. Чиста Cash-flow-маржа, %: показник відношення Cash-flow (операційного) до обороту від реалізації продукції.
5. Показник відношення Cash-flow до власного капіталу.

Недоліком показників, розрахованих на базі Cash-flow, є те, що їх можна лише частково використовувати при порівнянні ефективності діяльності різних підприємств. Це зумовлено дією чинника амортизації. У тих підприємств, які інтенсивно нараховують знос і запускають в дію нове, дороге обладнання, за інших рівних обставин, рівень Cash-flow буде вищим, ніж у тих підприємств, які використовують менше обладнання чи беруть його в оренду (лізинг), однак працюють з однаковою ефективністю. Саме тому під час обґрунтування відповідних рішень фінансові аналітики повинні звертати увагу також на структуру Cash-flow.

4.7 Звіт про рух грошових коштів

Рух грошових коштів — надходження і вибуття грошових коштів та їх еквівалентів. Інформація про надходження і видатки грошових коштів підприємства міститься у звіті про рух грошових коштів. Зміст і форма звіту

про рух грошових коштів та загальні вимоги до розкриття його статей визначаються Положенням (стандартом) бухгалтерського обліку 4.

Необхідність звіту про рух грошових коштів зумовлена тим, що користувачі звітності повинні мати інформацію не лише про зміни в складі майна підприємства і джерел його формування, доходах і витратах, а й про грошові надходження та виплати, які здійснювалися протягом звітного періоду. Отже, метою складання звіту про рух грошових коштів є надання користувачам фінансової звітності повної, правдивої та неупередженої інформації про зміни, що відбулися у грошових коштах підприємства та їх еквівалентах за звітний період. Фінансові аналітики, співробітники фінансових та контролінгових служб підприємств повинні вміти читати відповідні форми звітності з тим, щоб робити правильні висновки про нинішній та потенційний фінансовий стан підприємства. На основі інформації, яка міститься у звіті, можна дійти висновків про:

- чистий рух грошових коштів (Cash-flow) протягом звітного періоду в результаті операційної, інвестиційної та фінансової діяльності;

- суми надходжень і видатків, що виникають у результаті цих видів діяльності;

- величину інвестиційних вкладень підприємства у звітному періоді та рівень їх фінансування за рахунок внутрішніх фінансових джерел;

- обсяг фінансових ресурсів, які підприємство залучило із зовнішніх джерел;

- зміну ліквідних засобів протягом звітного періоду.

Чистий рух грошових коштів у результаті операційної діяльності визначається шляхом коригування прибутку (збитку) від звичайної діяльності до оподаткування на суми:

- наведені в негрошових статтях;

- змін запасів, дебіторської та кредиторської заборгованості, пов'язаної з операційною діяльністю, протягом звітного періоду;

- наведені в статтях, пов'язаних з рухом грошових коштів у результаті інвестиційної та фінансової діяльності.

Рух грошових коштів у результаті інвестиційної діяльності. Інвестиційний Cash-flow визначається на основі аналізу змін у статтях розділу балансу «Необоротні активи» та статті «Поточні фінансові інвестиції» як різниця між вхідними та вихідними грошовими потоками за цими статтями.

Вхідні грошові потоки в результаті інвестиційної діяльності формуються з таких складових:

- грошові надходження від реалізації фінансових інвестицій;

- надходження грошових коштів від продажу основних засобів, нематеріальних активів, дочірніх підприємств та інших господарських надходжень;

- надходження грошових коштів у вигляді процентів за аванси грошовими коштами та позичками, наданими іншим сторонам за фінансовими інвестиціями в боргові цінні папери, за використання переданих у фінансову оренду необоротних активів тощо;

вирахувані з операційного Cash-flow доходи у вигляді дивідендів;
надходження грошових коштів від повернення авансів (крім авансів, пов'язаних з операційною діяльністю) і позичок, наданих іншим сторонам;
надходження грошових коштів від ф'ючерсних, форвардних контрактів, опціонів тощо.

До вихідних грошових потоків у рамках інвестиційної діяльності належать такі:

виплати грошових коштів для придбання акцій або боргових зобов'язань інших підприємств, а також часток участі у спільних підприємствах;

грошові виплати, спрямовані на придбання основних засобів, нематеріальних активів та інших необоротних активів (крім фінансових інвестицій); визначається як різниця між первісною вартістю основних засобів на початок і кінець періоду, збільшена на вартість реалізованих необоротних активів;

грошові кошти, сплачені за придбані дочірні підприємства та інші господарські одиниці (за вирахуванням грошових коштів, придбаних у складі майнового комплексу);

аванси (крім пов'язаних з операційною діяльністю) і позички грошовими коштами, надані іншим сторонам (крім авансів і позичок фінансових установ);

виплати грошових коштів за ф'ючерсними, форвардними контрактами, опціонами тощо (за винятком випадків, коли такі контракти укладаються для операційної діяльності підприємства або виплати класифікуються як фінансова діяльність).

Рух грошових коштів у результаті фінансової діяльності (у вузькому розумінні) визначається на основі оцінки змін у статтях балансу за розділом «Власний капітал» і статтях, пов'язаних з фінансовою діяльністю, у розділах балансу «Забезпечення наступних витрат і платежів», «Довгострокові зобов'язання» і «Поточні зобов'язання» («Короткострокові кредити банків» і «Поточна заборгованість за довгостроковими зобов'язаннями», «Поточні зобов'язання за розрахунками з учасниками» тощо). До вхідних грошових потоків у результаті фінансової діяльності підприємства належать такі:

надходження грошових коштів від розміщення акцій та інших операцій, що призводять до збільшення власного капіталу на основі залучення зовнішніх джерел (у балансі, як правило, відображається за статтями «Статутний капітал» і «Додатковий вкладений капітал»);

надходження грошових коштів у результаті утворення боргових зобов'язань (позичок, векселів, облігацій, а також інших видів коротко- і довгострокових зобов'язань, не пов'язаних з операційною діяльністю).

Вихідні грошові потоки у рамках фінансової діяльності формуються з таких складових:

виплати грошових коштів для погашення отриманих позичок;

сплачені грошовими коштами дивіденди;

грошові видатки, спрямовані для викупу раніше випущених акцій підприємства;

виплати грошових коштів орендодавцеві для погашення заборгованості за фінансовою орендою та іншими платежами, пов'язаними з фінансовою діяльністю.

Тема 5 Дивідендна політика підприємств

Зміст, значення та основні завдання дивідендної політики. Фактори дивідендної політики. Теорії в галузі дивідендної політики. Дивідендна політика і структура капіталу. Взаємозв'язок дивідендної політики і самофінансування підприємства. Порядок нарахування дивідендів. Джерела та форми виплати дивідендів. Методи нарахування дивідендів. Виплата дивідендів корпоративними правами.

Подрібнення акцій та викуп акціонерним товариством акцій власної емісії як інструменти дивідендної політики. Ефективність дивідендної політики. Особливості нарахування дивідендів акціонерними товариствами і товариствами з обмеженою відповідальністю. Особливості нарахування дивідендів господарськими товариствами з часткою державної власності у статутному капіталі. Оподаткування дивідендів. Оподаткування розподіленого та нерозподіленого прибутку як фактор дивідендної політики.

5.1 Зміст, значення та основні завдання дивідендної політики

Одним з важливих завдань фінансового менеджменту є формування та реалізація політики підприємства в галузі виплати дивідендів. Дивіденди — частина чистого прибутку, розподілена між учасниками (власниками) відповідно до частки їх участі у статутному капіталі підприємства.

Дивідендна політика — це набір цілей і завдань, які ставить перед собою керівництво підприємства у галузі виплати дивідендів, а також сукупність методів і засобів їх досягнення. Оптимізація дивідендної політики — це оптимізація співвідношення між прибутком, що виплачується у вигляді дивідендів, і тим, який реінвестується з метою максимізації доходів власників.

Приймаючи рішення в галузі дивідендної політики, слід враховувати, що вони впливають на ряд ключових параметрів фінансово-господарської діяльності підприємства: величину самофінансування, структуру капіталу, ціну залучення фінансових ресурсів, ринковий курс корпоративних прав, ліквідність та ряд інших. Найбільш чітко вираженим є зв'язок між дивідендною політикою та самофінансуванням підприємства: чим більше прибутку виплачується у вигляді дивідендів, тим менше коштів залишається у підприємства для здійснення реінвестицій. Якщо ж приймається рішення про тезаврацію прибутку, то збільшується величина власного капіталу, а отже, змінюється загальна структура капіталу підприємства, що за певних обставин впливає на його вартість.

Зв'язок між дивідендною політикою і ринковим курсом корпоративних прав описується класичним алгоритмом: курс акцій прямо пропорційний

дивіденду та обернено пропорційний процентній ставці за альтернативними вкладеннями капіталу на ринку.

Стабільний рівень дивідендних виплат може сигналізувати про те, що вкладений інвесторами в підприємство капітал працює ефективно. Отже, за інших рівних умов дивідендні виплати позитивно впливають на ринковий курс корпоративних прав. З іншого боку, відсутність дивідендів або їх різке коливання свідчить про нестабільність і ризиковість підприємства-емітента корпоративних прав. Як наслідок — ринковий курс падає. Щоправда, інвестори можуть високо оцінити вартість акцій підприємства навіть і без виплати дивідендів, якщо вони добре поінформовані про його програми розвитку, причини невиплати або скорочення виплати дивідендів і напрямки реінвестування прибутку.

Важливим є також обернений зв'язок між ринковим курсом корпоративних прав і фінансово-господарською діяльністю емітента. Вплив низького ринкового курсу проявляється під час залучення підприємством фінансових ресурсів. За низького ринкового курсу корпоративних прав емісія може або взагалі не відбутися, або з мінімальним курсом емісії, відповідно і мінімальним емісійним доходом. Отже, якщо підприємство планує залучати кошти за рахунок додаткової емісії, йому слід реалізувати дивідендну політику, спрямовану на підвищення ринкового курсу корпоративних прав.

До основних завдань, які слід вирішити в ході формування та реалізації дивідендної політики, слід віднести:

- виявлення основних факторів, які впливають на прийняття рішення щодо виплати дивідендів чи реінвестування прибутку;

- визначення оптимального співвідношення між розподіленням і тезаврованим прибутком;

- оцінку впливу рішення щодо порядку розподілу чистого прибутку на ринкову вартість корпоративних прав підприємства та його інвестиційну привабливість;

- визначення оптимальної для підприємства величини статутного і власного капіталу;

- узгодження стратегії виплати дивідендів із податковим законодавством;

- вибір найприйнятнішого методу та форми нарахування і виплати дивідендів;

- оцінку впливу дивідендної політики на вирішення конфлікту інтересів між власниками, кредиторами та керівництвом підприємства.

5.2 Теорії в галузі дивідендної політики

Принциповим питанням, яке стоїть в основі теоретичних досліджень, присвячених дивідендній політиці, є питання взаємозв'язку між напрямом використання чистого прибутку (дивіденди чи тезаврація) та вартістю підприємства. Інакше кажучи, чи існує оптимальне співвідношення використання чистого прибутку, за якого мінімізуються витрати на залучення капіталу, чи дивідендна політика жодним чином не впливає на оптимізацію

структури капіталу і вартість підприємства? Залежно від характеру відповіді на це запитання рекомендується приймати ті чи інші рішення в галузі виплати дивідендів. Зупинимось на найвідоміших концепціях дивідендної політики.

Теза щодо «іррелевантності (нейтральності) дивідендної політики». Ф. Модільяні, М. Міллер, Ф. Блек відстоюють позицію, що між сумою сплачуваних дивідендів і ринковим курсом акцій не існує зв'язку, оскільки курс акцій визначається нинішніми та майбутніми доходами підприємства, а також потенціалом його зростання. Найраціональнішою з їх погляду є фінансова політика, в рамках якої відбувається відмова від виплати дивідендів і весь прибуток спрямовується на реінвестиції. Отже, самофінансування підприємства розглядається як пріоритетне джерело фінансування. У такому разі акціонери максимізують доходи здебільшого в результаті зростання курсу акцій. Правило використання прибутку відповідно до цієї концепції формулюється таким чином: спрямовувати на виплату дивідендів слід лише ту частину прибутку, яку неможливо ефективно реінвестувати. Йдеться про так званий залишковий принцип дивідендних виплат.

Теза про пріоритетність дивідендів. Як свідчить біржова статистика, факт виплати дивідендів усе ж таки впливає на вартість корпоративних прав. Це зумовлено тим, що ряд інвесторів, зокрема дрібні акціонери, віддають перевагу реальним дивідендам порівняно з майбутніми доходами від зміни курсу, зумовленими тезаврацією прибутку «краще синиця в руках, ніж журавель у небі». На цьому припущенні ґрунтується американська модель оптимізації дивідендної політики (Bird-in-the-Hand-Argument). Згідно з цим підходом, найвідомішими прихильниками якого є Дж. Лінтнер та М. Гордон, актуальний курс акцій визначається теперішньою вартістю очікуваних доходів на ці акції, які включають усі майбутні дивіденди, а також очікувану виручку від реалізації акцій. Зростання дивідендів досить часто сприймають як сигнал до того, що підприємство працює успішно, і навпаки, зменшення рівня дивідендів може сигналізувати про фінансові проблеми суб'єкта господарювання. Отже, дивіденди впливають на вартість підприємства. На цій тезі ґрунтується так звана модель виплати дивідендів Гордона, згідно з якою виплата дивідендів є пріоритетнішою, ніж реінвестування.

Концепція мінімізації податкових платежів. Поряд з власниками корпоративних прав, котрі віддають перевагу стабільним дивідендам, є група інвесторів, які при прийнятті своїх рішень виходять насамперед з критерію мінімізації податкових платежів. Якщо податковим законодавством країни (наприклад, США, Швейцарія, країни Бенілюксу) передбачено нижчий рівень оподаткування нерозподіленого прибутку порівняно з розподіленим, то підприємство отримує податкові переваги при використанні як джерела фінансування реінвестованого прибутку. Водночас вартість обслуговування власного капіталу, залученого із зовнішніх джерел, підвищується. Якщо ж рівень оподаткування дивідендів є нижчим, ніж рівень нерозподіленого прибутку (наприклад, Німеччина), то вигіднішою буде виплата дивідендів. Ця обставина лежить в основі ще однієї досить відомої теорії у галузі дивідендної політики — концепції податкових переваг.

Слід зазначити, що остаточного підтвердження на практиці переваг тієї чи іншої концепції не знайдено. Прийнятність того чи іншого підходу залежить від конкретних умов діяльності підприємства, структури та психологічних особливостей інвесторів, їх інформаційного забезпечення тощо. Саме тому фінансовий менеджер повинен проаналізувати всю сукупність факторів дивідендної політики і виробити найоптимальнішу для конкретного підприємства дивідендну стратегію.

5.3 Фактори дивідендної політики

Рішення щодо розподілу прибутку, а отже, вибору тих чи інших пріоритетів при реалізації дивідендної політики приймаються зборами власників підприємства. Завданням менеджменту в цілому і фінансового менеджменту зокрема є обґрунтування необхідності прийняття того чи іншого рішення в галузі дивідендної політики. Для цього слід проаналізувати фактори впливу на неї. До основних з таких факторів належать:

Стадія життєвого циклу підприємства (для нещодавно створених підприємств доцільним є максимальне реінвестування прибутку).

Наявність у підприємства прибуткових інвестиційних проектів. Якщо в підприємства відсутні обґрунтовані плани щодо прибуткового реінвестування прибутку, то найраціональнішим буде максимальний розподіл прибутку (виплата дивідендів).

Альтернативні джерела капіталу. Цей чинник пов'язаний з доступністю і вартістю залучення коштів із зовнішніх джерел, які можна використати для покриття потреби в капіталі, що залежить від:

кредитоспроможності підприємства та наявності в нього кредитного забезпечення;

вартості залучення позичкового капіталу;

інвестиційної привабливості та можливостей залучення додаткового акціонерного чи пайового капіталу (шанси розміщення нової емісії);

накладних витрат, пов'язаних із залученням власного капіталу із зовнішніх джерел.

Обмеження. Законодавством, статутом чи угодами підприємства можуть бути встановлені певні обмеження на виплату дивідендів. Ці обмеження можуть застосовуватися, як правило, в таких випадках:

у разі заборгованості власників (учасників) за внесками до статутного капіталу;

за наявності на момент виплати дивідендів підстав щодо порушення справи про банкрутство підприємства чи виникнення таких підстав у результаті виплати дивідендів;

власний капітал підприємства є меншим за обсяг його статутного та резервного капіталу;

повністю не сплачені поточні та накопичені дивіденди за привілейованими акціями;

відсутність відповідних фінансових джерел виплати дивідендів;

наявність договірних обмежень, наприклад з банком-кредитором.

Преференції найважливіших груп власників: більшість з них орієнтовані на споживання (дивіденди) чи заощадження (тезаврація та збільшення вартості підприємства).

Податкові наслідки застосування того чи іншого типу дивідендної політики: для власників та для самого підприємства.

Рівень процентних ставок на ринку капіталів, а також ставки дивідендів у конкурентів та в інших підприємств, які належать до тієї самої чи суміжних галузей виробництва.

5.4 Порядок нарахування дивідендів

Рішення про виплату дивідендів та їх розмір за корпоративними правами кожної категорії приймають власники (загальні збори власників) підприємства за рекомендацією наглядової ради чи пропозицією виконавчих органів. Порядок повідомлення власників корпоративних прав про виплату дивідендів регламентується статутом товариства. Як правило, підприємства дають відповідне оголошення у заздалегідь визначених друкованих засобах масової інформації. В оголошенні про виплату дивідендів має міститися така інформація:

- назва підприємства;

- дата прийняття загальними зборами власників рішення про виплату дивідендів;

- період, за який виплачуються дивіденди;

- величина дивідендів на одну акцію (у відносному чи абсолютному виразі) в розрізі окремих їх категорій;

- строки та місце виплати;

- особливості оподаткування дивідендів.

У разі прийняття рішення про виплату дивідендів емітент корпоративних прав, на які нараховуються дивіденди, проводить зазначені виплати власнику корпоративних прав пропорційно його частці в статутному капіталі підприємства. Нарахування дивідендів може здійснюватися шляхом застосування визначеного процента до номінального капіталу, який належить окремим власникам корпоративних прав. Величина цього процента розраховується як відношення чистого прибутку (іншого джерела), який спрямовується на виплату дивідендів до обсягу статутного капіталу. В акціонерних товариствах дивіденди на одну акцію розраховуються діленням загальної суми оголошених дивідендів на кількість простих акцій, за якими сплачуються дивіденди. За корпоративними правами однієї категорії виплачуються дивіденди однакового розміру.

Отже, величина дивідендів, яка належить окремому власнику, залежить від трьох основних показників:

- величини чистого прибутку, резерву дивідендів (інших джерел виплати);

- встановленого співвідношення між розподіленим і нерозподіленим прибутком;

- частки учасника (власника) в статутному капіталі.

Сума коштів, яка рішенням зборів власників спрямовується на виплату дивідендів, називається масою дивіденду. З прийняттям рішення про виплату дивідендів у підприємства зменшується власний капітал (прибуток). На суму нарахованих, але не виплачених дивідендів збільшується обсяг заборгованості, яка зменшується одночасно з виплатою дивідендів.

Порядок нарахування дивідендів (прибутку на корпоративні права) значною мірою залежить від форми організації бізнесу та форми власності. Розглянемо найсуттєвіші особливості нарахування дивідендів.

Акціонерні товариства. Право на одержання дивідендів в АТ мають акціонери, які є власниками акцій (обліковуються в реєстрі акціонерів) на початок строку виплати дивідендів, який встановлюється загальними зборами акціонерів незалежно від періоду, протягом якого акціонери володіли акціями. У разі продажу акціонером належних йому акцій після складання переліку осіб, що мають право на отримання дивідендів, але раніше дати виплати, право на отримання дивідендів залишається в особи, зазначеної в такому переліку. Дивіденди за акціями виплачуються один раз на рік за результатами календарного року в повному обсязі (ст. 9 Закону України «Про цінні папери та фондову біржу»). Загальні збори акціонерів не можуть приймати рішення про виплату проміжних дивідендів за результатами діяльності за квартал, місяць чи півріччя. АТ разом зі звітом про діяльність підприємства повинні представити в ДКЦПФР інформацію про дивіденди, яка повинна містити такі відомості:

дата закриття реєстру для виплати дивідендів (якщо вони виплачуватимуться);

дата початку виплати дивідендів;

дата закінчення виплати дивідендів.

Товариства з обмеженою відповідальністю. На відміну від акціонерних товариств, ТОВ можуть виплачувати дивіденди протягом року. Окрім того, учаснику товариства з обмеженою відповідальністю виплачуються дивіденди, які відповідають частці прибутку, одержаного товариством за період, протягом якого учасник володів корпоративними правами підприємства. Це означає, що на одержання дивідендів претендують не лише власники, які володіють корпоративними правами товариства на момент прийняття рішення про розподіл прибутку, а й ті, котрі належали до числа власників протягом періоду, за який виплачуються дивіденди.

Виплата дивідендів приватними підприємствами. Приватні підприємства не належать до господарських товариств. Кошти, які залишаються в розпорядженні приватного підприємства після сплати всіх податків та зборів, можуть бути виплачені власнику підприємства. До 1 квітня 2000 р. такі виплати оподатковувалися прибутковим податком з фізичних осіб. Були внесені зміни у законодавство, згідно з якими ці підприємства нараховують і сплачують податок на дивіденди в розмірі 30 % нарахованої суми дивідендів.

Особливості перерахування в бюджет дивідендів підприємствами з часткою державної власності в статутному капіталі. Платниками дивідендів є господарські товариства, створені в процесі приватизації та корпоратизації державних підприємств, у статутному капіталі яких є частка державного майна.

У разі прийняття рішення про виплату дивідендів такі підприємства повинні надати органу державної податкової служби копію платіжного доручення із зазначенням суми перерахованих до Державного бюджету дивідендів на державну частку у статутному капіталі. Сума дивідендів, яка підлягає перерахуванню в Державний бюджет, визначається як результат від множення маси дивіденду на частку державного майна в статутному капіталі підприємства (в процентах). Якщо величина зазначеної частки змінювалася протягом звітного періоду, для розрахунку суми дивідендів визначається середньоарифметична частка майна, яка перебуває в державній власності.

5.5 Форми виплати дивідендів

Складовою дивідендної політики підприємства є вибір найприйнятнішої для всіх заінтересованих сторін форми виплати дивідендів. Загалом дивіденди можуть виплачуватися в таких формах:

- грошова;
- негрошова;
- змішана форма;
- приховані дивіденди.

Стандартною формою виплати дивідендів є грошова. З прийняттям зборами власників рішення про нарахування дивідендів частина власного капіталу перетворюється на позичковий. Заборгованість підприємства його власникам, пов'язана з нарахуванням дивідендів, відображається за статтею «Поточні зобов'язання за розрахунками з учасниками». Виплачуючи дивіденди, підприємство погашає згаданий борг.

На практиці досить часто приймається рішення про виплату дивідендів у негрошовій формі: корпоративними правами, іншими фінансовими інструментами, товарами, знижками на товари тощо. Найпоширенішою негрошовою формою є виплата дивідендів у формі додаткових корпоративних прав, зокрема акцій.

Специфічною формою виплати дивідендів у негрошовій формі, до якої досить часто вдаються підприємства в економічно розвинутих країнах, є дивіденди у формі цінних паперів інших емітентів, які є в інвестиційному портфелі підприємства.

Характерною рисою дивідендної політики багатьох вітчизняних підприємств є те, що дивіденди досить часто виплачуються у товарній формі. Її використовують як підприємства, що виробляють товари народного споживання, так і ті, які ці товари отримують за бартерними схемами. Зазвичай дивіденди товарами отримують дрібні акціонери, які не можуть впливати на фінансову політику підприємств. Великі акціонери, які контролюють такі підприємства, формально не отримують ніяких дивідендів або віддають перевагу корпоративним правам. Досить часто реальні власники таких підприємств отримують приховані дивіденди за різного роду схемами ухилення від оподаткування.

До виплати дивідендів товарами чи послугами, виробництвом яких займається підприємство, інколи вдаються і підприємства на Заході. Як правило, це транспортні підприємства, які виплату дивідендів оформляють у вигляді різного роду транспортних пільг. З метою стимулювання збуту продукції деякі підприємства виплачують дивіденди у формі знижок на їх товари, наприклад, широковідомими є так звані «винні бони».

Змішана форма виплати дивідендів передбачає комбінацію різних форм виплати винагороди власникам: частково у вигляді грошових коштів, а частково іншими (негрошовими) засобами. Зборами власників може бути прийняте рішення, згідно з яким частина акціонерів (за їх вибором) одержує дивіденди в грошовій формі, а інша — у формі корпоративних прав. При цьому можуть порушуватися існуючі пропорції участі всіх власників у статутному капіталі. З метою компенсації збитків окремих власників, які виникають у результаті зменшення їх частки, вони можуть бути наділені додатковими дивідендами в грошовій формі. З іншого боку, можуть передбачатися також стимули для заохочення акціонерів до реінвестування прибутку та виплати дивідендів корпоративними правами. Врешті-решт, власники самі повинні вирішувати, яка форма дивідендів є для них вигіднішою з погляду максимізації їх капіталу.

Приховані дивіденди. Керівництво підприємства може маніпулювати розміром чистого прибутку, який засвідчується в звітності і є джерелом виплати дивідендів та основою для прийняття рішення про це на зборах власників. На Заході відповідні маніпуляції здійснюються, як правило, з допомогою інструменту прихованих резервів. Виконавчі органи підприємств за узгодженістю з окремими власниками досить часто вдаються до прихованого розподілу прибутку. Приховані виплати дивідендів здійснюються безпосередньо на користь власників підприємства або на користь так званих пов'язаних, або афільованих, осіб. Ці доходи можуть утворюватися в результаті здійснення таких операцій:

- продаж товарів (робіт, послуг) зазначеним особам за заниженими цінами;
- придбання товарів (робіт, послуг) у таких осіб за завищеними цінами;
- виплата завищених процентів за депозитами, позичками тощо;
- одержання позичок за заниженими процентними ставками;
- оплата фіктивних угод за невиконані послуги, в т. ч. за ноу-хау, консультаційні чи рекламні послуги, інші види нематеріальних активів з подальшим одержанням готівки для виплати винагороди працівникам та власникам;

- оплата закордонних відряджень тощо.

Приховування керівництвом підприємства реального чистого прибутку на свою користь або на користь окремих власників є суттєвою проблемою в галузі дивідендної політики, яка загострює принципал-агент-конфлікт. Причини прихованого розподілу прибутку криються здебільшого в недоліках податкового законодавства та законодавства про господарські товариства.

5.6 Інструменти дивідендної політики

У процесі реалізації обраного типу дивідендної політики підприємства вдаються до специфічних прийомів. Такими прийомами є:

- збільшення статутного капіталу та виплата дивідендів акціями;
- подрібнення акцій;
- викуп акціонерним товариством акцій власної емісії (або зменшення номіналу);
- формування резервів виплати дивідендів.

Важливим інструментом дивідендної політики є збільшення статутного капіталу підприємства без залучення додаткових внесків власників. У такому разі відповідна частина прибутку підприємства трансформується у статутний капітал. Причому до статутного капіталу може спрямовуватися як прибуток звітного року, так і залишок нерозподіленого прибутку минулих років. Вдаючись до цього прийому, підприємства можуть досягти двох цілей:

- забезпечити певний рівень самофінансування, оскільки прибуток залишається на підприємстві;
- збільшити базу для нарахування дивідендів.

Збільшення статутного капіталу супроводжується, як правило, виплатою дивідендів акціями, які емітуються за номінальною вартістю, тобто без ажіо. Виплата дивідендів акціями здійснюється відповідно до частки участі кожного з власників у статутному капіталі. Зазвичай така виплата не змінює пропорцій участі всіх акціонерів (власників) у статутному капіталі підприємства-емітента. Акціонери, які бажають отримати грошові кошти, можуть реалізувати безоплатно отримані акції (Gratisaktien) на ринку. До цієї форми виплати дивідендів вдаються підприємства, які динамічно розвиваються і мають постійну потребу в капіталі. При емісії цих акцій необхідно стежити, щоб така операція суттєво не вплинула на «розмивання» статутного капіталу та на ринковий курс корпоративних прав. Після збільшення статутного капіталу можна підвищити абсолютну суму дивідендів за стабільної ставки їх нарахування.

Якщо збільшення статутного капіталу відбувається в рамках реалізації певного типу дивідендної політики, то курс емісії, як правило, встановлюється на рівні номіналу або дещо перевищує його. Курс емісії повинен бути встановлений таким чином, щоб це дало змогу забезпечити стабільний розмір дивідендів після збільшення номінального капіталу.

Досить відомим інструментом дивідендної політики, до якого вдаються підприємства європейських країн та США, є подрібнення акцій та викуп акціонерним товариством акцій власної емісії. Механізм подрібнення акцій у рамках дивідендної політики застосовується за високого ринкового курсу акцій та високого рівня капіталізації. За рішенням загальних зборів акціонерів АТ може бути проведене подрібнення акцій (спліт): кожна з випущених товариством акцій замінюється на кілька акцій меншого номіналу. Величина статутного капіталу при цьому не змінюється. Однак, як і у випадку зі збільшенням статутного капіталу, досягається зменшення ринкової ціни акції.

Провівши подрібнення акцій, наприклад у співвідношенні 1 : 3, емітент може викупити у власника певну кількість акцій та анулювати їх, досягши при цьому зменшення загальної номінальної вартості акцій, які є в обігу, з одночасним зростанням їх ринкової ціни. Грошові компенсації за викуп акцій можна трактувати як дивідендні платежі, що до того ж не підлягатимуть оподаткуванню.

Резерв дивідендів. Підприємства здебільшого прагнуть забезпечити стабільний рівень дивідендних виплат, що позитивно впливає на стабілізацію курсу їх корпоративних прав. З цією метою в роки з високим обсягом чистого прибутку останній повністю не розподіляється, а спрямовується на формування резервів, у т. ч. прихованих. У роки з недостатнім рівнем прибутковості підприємство може спрямовувати на виплату дивідендів частину раніше сформованих резервів. Зазначені резерви також використовуються для забезпечення дивідендних виплат за привілейованими акціями.

5.7 Методи нарахування дивідендів

Враховуючи фактори впливу на дивідендну політику і теоретичні концепції у цій галузі, в практиці використовуються такі основні підходи (методи) нарахування та виплати дивідендів:

- залишковий метод і стратегія припинення дивідендних виплат;
- метод стабільних дивідендів;
- метод гнучкої дивідендної політики;
- метод стійкого приросту дивідендів;
- метод стабільної та бонусної частини.

Загальний огляд методів нарахування дивідендів, їх переваги та недоліки наведено у таблиці 5.2.

Таблиця 5.2 – Методи нарахування дивідендів

Методи	Переваги	Недоліки
1. Залишковий метод, припинення дивідендних виплат	забезпечення високих темпів росту підприємства платоспроможність фінансова незалежність	нестабільність дивідендів відтік дрібних інвесторів
2. Метод стабільних дивідендів	збільшення довіри до підприємства стабілізація котировок акцій	слабкий зв'язок з фінансовими результатами мінімізація самофінансування
3. Метод гнучкої дивідендної політики	зв'язок з фінансовими результатами	нестабільність розмірів дивідендів
4. Метод стійкого приросту дивідендів	забезпечення зростання ринкового курсу акцій привабливість для інвесторів при додатковій емісії	відсутність гнучкості постійне зростання фінансової напруги
5. Метод стабільної та бонусної частин	регулярність виплати мінімальної частини залежність від фінансових результатів	нестабільність розмірів дивідендів

Залишковий метод. Метод ґрунтується на теоретичних висновках М. Міллера та Ф. Модільяні, згідно з яким за джерела фінансування підприємства насамперед слід використовувати його прибуток. На дивіденди повинна спрямовуватися частина чистого прибутку, що залишилася у підприємства після здійснення всіх необхідних реінвестицій. До переваг методу належать забезпечення високих темпів розвитку підприємства. Головним недоліком є нестабільність дивідендів та відтік у інвесторів, орієнтованих на споживання, зокрема дрібних інвесторів. У рамках цього методу використовують і так звану стратегію припинення дивідендних виплат. При цьому широко застосовується негрошова форма виплати дивідендів (Gratisaktien).

Метод стабільних дивідендів. Зміст методу зводиться до того, що ставка дивідендів та їх абсолютна сума на одну акцію тривалий час залишаються незмінними або коливаються в незначних, заздалегідь визначених межах. Сума дивідендів при цьому не прив'язується до фактичних фінансових результатів за звітний період. Доцільність такого підходу обґрунтовується тим, що стабільні дивіденди відповідають інтересам стратегічних інвесторів, які вкладають кошти в корпоративні права підприємства на тривалий період, і навпаки, обмежують арбітражні можливості біржових спекулянтів, оскільки курс корпоративних прав за такої дивідендної політики матиме тенденцію до стабілізації або навіть поступового зростання. Для уникнення порушення фінансової рівноваги за використання цього методу підприємство повинне створювати резерв виплати дивідендів, який слід поповнювати у роки з високою прибутковістю і використовувати, коли фінансові результати є недостатніми.

Метод гнучкої дивідендної політики. На противагу до попереднього цей метод ґрунтується на принципі залежності розміру дивідендів від фінансових результатів у періоді, за який виплачуються дивіденди. Метод побудований на тезі про те, що, на відміну від облігацій, корпоративні права є ризиковими вкладеннями і тому винагородою за ризик повинен бути відповідний дохід, який коливається залежно від рівня прибутковості підприємства. Використання цього методу не означає, що величина дивідендів буде дзеркальним відображенням фінансових результатів суб'єкта господарювання. Обсяг сплачуваних дивідендів можна регулювати також шляхом зміни співвідношення розподіленого та нерозподіленого прибутку. В цілому метод є ефективним для підприємств зі стабільними доходами.

Метод стійкого приросту дивідендів. Метод ґрунтується на моделі виплати дивідендів М. Гордона і передбачає стабільне їх зростання, як правило, в твердо встановленому проценті приросту до розміру дивідендів у попередні роки. Аналогічно до методу стабільних дивідендів за цього методу обсяг дивідендів не залежить від прибутків підприємства у відповідному періоді. До переваг методу можна віднести відносне зростання ринкової вартості корпоративних прав, а отже, сприятливі можливості залучення коштів при додатковій емісії. Недоліком такої політики є відсутність гнучкості. Якщо використання методу не підкріплене відповідними фінансовими результатами

та достатніми резервами, то це може призвести до порушення фінансової рівноваги та втрати підприємством ліквідності.

Метод стабільної та бонусної частин. Використовуючи цей метод, підприємство регулярно виплачує стабільні невисокі дивіденди плюс додаткові бонуси за наявності високих прибутків чи у разі святкування знаменних подій, ювілейних дат тощо. Така політика є ефективнішою, ніж у разі виплати стабільно високих дивідендів та їх зниження за незадовільних фінансових результатів.

5.8 Оподаткування дивідендів

Обрана підприємством дивідендна політика має узгоджуватися з податковим законодавством. Основні питання, які повинні з'ясувати фінансові служби в контексті виплати дивідендів та оподаткування, стосуються порядку оподаткування нерозподіленого прибутку (на рівні підприємства), розподіленого прибутку (на рівні одержувачів дивідендів) та нарахувань на дивіденди.

Згідно із законодавством України підприємство, яке виплачує дивіденди своїм акціонерам (власникам), нараховує та утримує податок на дивіденди в розмірі 30 % нарахованої суми виплат за рахунок таких виплат, незалежно від того, чи є емітент платником податку на прибуток. Отже, ставка оподаткування розподіленого прибутку (як і нерозподіленого) становить 21 %, безпосереднім платником податку на дивіденди є суб'єкт підприємницької діяльності — емітент корпоративних прав; об'єкт оподаткування — сума дивідендів; строк сплати — до/або одночасно з виплатою дивідендів.

Важливим є те, що емітент корпоративних прав зменшує суму нарахованого податку на прибуток на суму внесеного до бюджету податку на дивіденди. Якщо сума сплаченого податку на дивіденди перевищує суму податкових зобов'язань підприємства-емітента за податком на прибуток звітного періоду, різниця переноситься на зменшення зобов'язань за податком на прибуток такого підприємства у майбутніх податкових періодах.

За прийняття рішення про спрямування чистого прибутку на збільшення статутного капіталу та виплату дивідендів у формі корпоративних прав (акцій, часток, паїв), податок на дивіденди не застосовується за умови, що така виплата жодним чином не змінює пропорцій участі власників у статутному капіталі підприємства-емітента. При цьому слід враховувати, що держава у будь-якому разі отримує всю суму податку. В останньому випадку не сплачується податок на дивіденди, однак на всю суму оподатковуваного прибутку нараховується податок на прибуток.

Якщо одержувачем дивідендів є юридична особа, то цей вид доходів не включається до складу валового доходу такого підприємства для цілей оподаткування за умови, що з дивідендів утримано податок на рівні емітента корпоративних прав. Аналогічний порядок встановлений для одержувачів дивідендів — фізичних осіб: до сукупного оподатковуваного доходу,

одержаного громадянами, не включаються суми дивідендів, що були оподатковані під час їх виплати.

Дивіденди, що виплачуються в грошовій формі або у формі цінних паперів (корпоративних прав), не оподатковуються також податком на додану вартість.

На суми виплачених дивідендів не нараховуються збори на: обов'язкове пенсійне страхування; обов'язкове соціальне страхування (в т. ч. на випадок безробіття) тощо, оскільки дивіденди не є платежем у рамках оплати праці.

5.9 Ефективність дивідендної політики

Ефективність дивідендної політики оцінити надзвичайно складно. Очевидно, ефективною буде така політики, за якої забезпечується мінімізація принципал-агент-конфлікту між окремими власниками, власниками, кредиторами та менеджментом підприємства. Зрозуміло, що уникнути таких конфліктів можна за максимізації доходів власників (Shareholder Value) за відсутності обмежень з боку кредиторів. Як уже зазначалося, ці доходи можуть бути у формі підвищення курсової вартості та (або) дивідендів. Висновки щодо ефективності дивідендної політики можна зробити на основі аналізу показників прибутковості корпоративних прав, від значення яких залежать обидві складові доходів власників. До таких показників можна віднести:

Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію: розраховується діленням суми чистого прибутку, який належить власникам простих акцій, на кількість простих акцій.

Дивіденди на одну просту акцію: розраховується діленням суми оголошених дивідендів на кількість простих акцій, за якими сплачуються дивіденди.

Коефіцієнт цінності акцій: розраховується діленням ринкової ціни однієї акції на дивіденд на одну просту акцію.

Рентабельність акції — виражений у процентах показник, який є обернено пропорційним до коефіцієнта цінності акцій.

Коефіцієнт дивідендних виплат: відношення маси дивіденду до суми чистого прибутку.

Відношення ринкового курсу до чистого прибутку на одну акцію (price earnings ratio, PER): характеризує взаємозв'язок між чистим прибутком підприємства та курсом його акцій і показує, скільки річних прибутків на одну акцію потрібно, щоб окупилися кошти, вкладені в акцію.

Відношення ринкового курсу акцій до показника Cash-flow на одну акцію: характеризує взаємозв'язки між ринковим курсом і чистим грошовим потоком підприємства.

В інформації про фінансово-господарську діяльність АТ, що публікується емітентом у друкованих виданнях, наводяться окремі показники, які характеризують ефективність дивідендної політики, зокрема:

частка чистого прибутку, спрямована на виплату дивідендів на привілейовані акції (тис. грн);

чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію (грн);

дивіденди, нараховані на одну просту акцію (грн).

За певних обставин ефективною буде така дивідендна політика, за якої забезпечується зростання ринкової ціни корпоративних прав. У традиційному розумінні рішення власників щодо дивідендів чи реінвестування прибутку залежить від очікуваної рентабельності власного капіталу підприємства (R_v) та від ставки зовнішніх доходів (r) за альтернативних вкладень відповідного обсягу капіталу на ринку. Якщо на ринку є можливість вкласти капітал з вищою нормою дохідності, ніж у підприємство-емітент (за однакового рівня ризику), то доцільно приймати рішення щодо виплати дивідендів. Якщо ж навпаки, то найраціональнішою буде тезаврація прибутку. Отже, доти, доки $R_v > r$, з погляду прибутковості власникам доцільно реінвестувати весь чистий прибуток. У такому разі ринковий курс акцій зростатиме. Згідно з класичним підходом алгоритм розрахунку ринкового курсу корпоративних прав має такий вигляд:

$$KA = \frac{D + (P - D) \cdot R_v / r}{r} \quad (5.1)$$

де KA — ринковий курс корпоративних прав (акцій); P — чистий прибуток на одну акцію; D — дивіденди на одну акцію.

Розглянемо умовний приклад. Нехай чистий прибуток підприємства, що припадає на одну акцію, становить 10 грн, а відношення рентабельності власного капіталу до рентабельності вкладень в альтернативні інвестиції дорівнює $0,2 : 0,15$ ($R_v > r$). Підставивши відповідні значення у вищенаведену формулу, отримаємо: за умови, що весь чистий прибуток підприємства буде спрямований на реінвестиції — курс акцій 88,8 грн; якщо весь прибуток розподілити між акціонерами, то ринковий курс акцій становитиме 75,5 грн. Отже, з погляду потенційної прибутковості за зазначених параметрів акціонерам вигідніше буде реінвестувати прибуток, тобто або відмовитися від дивідендів взагалі, або прийняти рішення щодо виплати дивідендів корпоративними правами.

Навпаки, якщо $R_v < r$, то для власників вигідним буде розподіл прибутку. Наприклад, якщо рентабельність зовнішніх вкладень становитиме 0,2, а внутрішніх 0,15, то за реінвестування прибутку курс акцій дорівнюватиме 37,5 грн. Якщо ж виплачуються дивіденди, то курс досягне 50 грн. У разі рівності між R_v та r , наприклад $R_v = r = 0,2$, за будь-якого порядку використання прибутку ринковий курс буде незмінним і становитиме 50 грн. Отже, вигіднішою для власників буде виплата дивідендів.

Оцінюючи ефективність дивідендної політики, необхідно враховувати, що класична формула (курс акцій прямо пропорційний дивіденду й обернено пропорційний процентній ставці за альтернативними вкладеннями) застосовується на практиці далеко не в усіх випадках.

Тема 6 Фінансування підприємства рахунок запозичених ресурсів

6.1 Позичковий капітал підприємства, його ознаки та складові

Залежно від типу фінансових відносин, які виникають між капіталодавцями і підприємством-об'єктом фінансування, вони можуть стати

співвласниками або кредиторами суб'єкта господарювання. Порядок здійснення внесків на формування власного капіталу охарактеризований у попередніх розділах. Якщо між капіталодавцем і підприємством виникають відносини позички, то це означає, що фінансування відбувається за рахунок позичкового капіталу: капіталодавець набуває статусу кредитора.

Кредитор — юридична та (або) фізична особа, яка має підтверджені належними документами грошові вимоги до боржника, в тому числі вимоги з виплати заробітної плати, зі сплати податків, інших обов'язкових платежів тощо. італу із зовнішніх джерел. У балансі позичковий капітал підприємства відображається у складі зобов'язань за умови, що оцінка цих зобов'язань може бути до

Як уже зазначалося, позичковий капітал підприємства може формуватися за рахунок зовнішніх та внутрішніх джерел (див. розд. 4). У цьому розділі ми зупинимося на висвітленні питань, пов'язаних з формуванням позичкового капіталу. Вірно визначена та існує ймовірність зменшення економічних вигід у майбутньому внаслідок їх погашення. Найважливіші параметри позичкового капіталу підприємства наведені в таблиці 6.1.

Таблиця 6.1 – Характеристика позичкового капіталу підприємства

Параметри	Класифікація
Строковість	короткостроковий позичковий капітал (до 12 місяців) довгостроковий позичковий капітал (понад рік)
Капіталодавець	банки та інші фінансово-кредитні інститути постачальники та клієнти власники персонал держава
Умови одержання	згідно з кредитним чи іншим договором за відсутності договору
Цілі використання	здійснення інвестицій поповнення оборотних активів
Форми залучення	грошові кошти: — національна валюта; — іноземна валюта; — валютний фіксинг товарна форма
Забезпечення	забезпечені заставою (майном, майновими правами, цінними паперами) гарантовані (банками, фінансами чи майном третьої особи) з іншим забезпеченням (поручительство, свідоцтво страхової організації) незабезпечені
Плата за користування капіталом	виплата процентів: — фіксована процентна ставка; — плаваюча процентна ставка без процентів
Порядок погашення	одноразовий платіж багаторазові платежі з регресією платежів у заздалегідь визначений термін чи без такого

Залежно від строків виконання зобов'язань вітчизняними стандартами бухгалтерського обліку позичковий капітал поділяється на довгостроковий і поточний.

Згідно з П(С)БО 2 під довгостроковими зобов'язаннями слід розуміти зобов'язання, що будуть погашені протягом строку, який перевищує 12 календарних місяців, або протягом строку, що перевищує операційний цикл, якщо він більший 12 календарних місяців.

Довгострокові зобов'язання і відповідно довгостроковий позичковий капітал підприємства можна класифікувати за такими видами:

- позички банків та інші позички, термін погашення яких перевищує 12 календарних місяців;

- довгострокові зобов'язання за емітованими облігаціями;

- відстрочені податкові зобов'язання;

- довгострокові векселі видані;

- довгострокові зобов'язання з фінансової оренди та оренди цілісних майнових комплексів;

- інші довгострокові зобов'язання, зокрема відповідно до законодавства відстрочена заборгованість з податків (інших обов'язкових платежів), фінансова допомога на зворотній основі тощо.

Під поточними (короткостроковими) зобов'язаннями необхідно розуміти зобов'язання, що будуть погашені протягом операційного циклу або повинні бути погашені протягом 12 місяців з дати складання балансу. Поточний позичковий капітал може формуватися за рахунок таких видів зобов'язань:

- короткострокові кредити банків;

- поточна заборгованість за довгостроковими зобов'язаннями (частина довгострокової заборгованості, яку необхідно погасити протягом одного року з дати складання балансу);

- векселі видані (сума заборгованості за виданими векселями в забезпечення поставок (робіт, послуг) від постачальників, підрядників та інших кредиторів, термін погашення якої не перевищує 12 календарних місяців);

- кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги (сума заборгованості постачальникам і підрядникам за отримані матеріальні цінності, виконані роботи та отримані послуги, крім заборгованості, що забезпечена векселями);

- поточні зобов'язання за розрахунками з одержаних авансів (сума внесків, одержаних від інших осіб у рахунок наступних поставок продукції, виконання робіт (послуг), а також суми попередньої оплати покупцями і замовниками рахунків постачальника);

- поточні зобов'язання за розрахунками з бюджетом (заборгованість підприємства за всіма видами платежів до бюджету, включаючи податки з працівників підприємства, а також зобов'язання за фінансовими санкціями, що справляються у дохід бюджету);

- поточні зобов'язання за розрахунками зі страхування (заборгованість по зборах на обов'язкове державне пенсійне страхування, обов'язкове соціальне страхування, обов'язкове соціальне страхування на випадок безробіття,

розрахунках за індивідуальним страхуванням персоналу підприємства, за страхуванням майна та по інших розрахунках за страхуванням);

поточні зобов'язання за розрахунками з оплати праці (заборгованість по нарахованій, але не виплаченій оплаті праці, преміях, допомогах тощо);

поточні зобов'язання за розрахунками з учасниками (заборгованість підприємства його учасникам (власникам), пов'язана з розподілом прибутку (дивідендів) та іншими виплатами, нарахованими засновникам та учасникам за користування майном, зокрема земельним і майновим паями, а також виплатами у зв'язку з одержанням належної вибулому учаснику частини активів підприємства);

поточні зобов'язання із внутрішніх розрахунків (заборгованість підприємства пов'язаним сторонам і кредиторська заборгованість по внутрішньовідомчих розрахунках);

інші поточні зобов'язання (суми зобов'язань, які не можуть бути включені до інших статей, зокрема заборгованість за нарахованими процентами, та ряд інших).

До складу позичкового капіталу належать також зобов'язання, які відображаються за розділом «Доходи майбутніх періодів». У цій статті показуються доходи, отримані протягом поточного або попередніх звітних періодів, які належать до наступних звітних періодів. Зокрема, до складу доходів майбутніх періодів належать доходи у вигляді одержаних авансових платежів за здані в оренду основні засоби та інші необоротні активи (авансові орендні платежі), передплата на періодичні та довідкові видання, виручка за вантажні перевезення, виручка від продажу квитків транспортних і театральновидовищних підприємств, абонентна плата за користування засобами зв'язку тощо.

Враховуючи викладене, можна констатувати, що до основних зовнішніх джерел формування позичкового капіталу підприємств належать:

банківські (фінансові) кредити;

кошти, залучені в результаті емісії облігацій;

комерційні позички.

Усі витрати (проценти, комісійні тощо) підприємств, пов'язані із залученням та обслуговуванням позичкового капіталу, відображаються за статтею «Фінансові витрати» звіту про фінансові результати.

6.2 Фінансові кредити

6.2.1. Довгострокові та короткострокові банківські кредити

Фінансовий кредит — це позичковий капітал, який надається банком-резидентом або нерезидентом, кваліфікованим як банківська установа згідно із законодавством країни перебування нерезидента, або резидентами і нерезидентами, які мають статус небанківських фінансових установ, у позичку юридичній або фізичній особі на визначений строк для цільового використання та під процент.

Основним різновидом фінансових кредитів є банківський кредит, який надається суб'єктам кредитування всіх форм власності у тимчасове користування на умовах, передбачених кредитним договором. Основними з цих умов є: забезпеченість, повернення, строковість, платність і цільова спрямованість.

Кредити, які надаються банками, за строками користування поділяються здебільшого на:

- а) короткострокові — до 1 року;
- б) середньострокові — до 3 років;
- в) довгострокові — понад 3 роки.

З погляду підприємств (у контексті фінансової звітності) позичковий капітал (зобов'язання) поділяється на довгостроковий і короткостроковий.

Під довгостроковими кредитами банків розуміються зобов'язання підприємства перед кредитною установою (банком), які повинні погашатися протягом терміну, що перевищує один рік з дати складання балансу, а також пролонговані короткострокові кредити (позички), які перейшли до складу довгострокових.

Довгострокові кредити залучаються підприємствами для фінансування довгострокових активів, зокрема основних засобів (їх придбання, реконструкція, модернізація), нового будівництва, інших видів необоротних активів, а також окремих видів оборотних активів, в яких кошти заморожуються на тривалий період.

В економічно розвинутих країнах до довгострокових банківських кредитів вдаються, як правило, підприємства малого та середнього бізнесу. Крупні підприємства довгострокову потребу в капіталі задовольняють здебільшого шляхом емісії облігацій.

Короткостроковими кредитами банків є зобов'язання підприємства перед кредитною установою (банком), які повинні бути виконані протягом терміну, що не перевищує одного року з дати складання балансу, а також зобов'язання за кредитами (позичками), як довгостроковими, так і короткостроковими, термін погашення яких минув на дату складання балансу.

Короткострокові банківські кредити залучаються здебільшого для фінансування оборотних активів підприємства, зокрема на покриття тимчасового дефіциту платіжних засобів, придбання товарів, виробничих запасів тощо.

6.2.2 Практична робота із залучення банківських кредитів

У таблиці 6.2 наведено порядок організації роботи щодо отримання банківських позичок, а також визначені основні акценти в цій роботі, на які повинні звертати увагу керівництво підприємства та його фінансові служби.

Для отримання кредиту позичальник (керівник, фінансовий менеджер, інша уповноважена особа) спочатку звертається до банку для проведення попередніх переговорів. Це звернення може здійснюватися по телефону чи завдяки зустрічі з відповідним працівником кредитного відділу банку. В ході співбесіди представник підприємства повинен з'ясувати головні критерії та

умови отримання кредиту, строки, на які можливо отримати кредит, діапазон процентних ставок, порядок погашення, список документів, які необхідно надати банку. На основі проведеної співбесіди оцінюються шанси на отримання кредиту і приймається рішення про доцільність продовження подальших переговорів з обраним банком.

У разі, якщо попередні переговори пройшли успішно, фінансові служби підприємства готують пакет документів, необхідних для розгляду банком питання про надання кредиту. Перелік документів складається кожним банком відповідно до обраної ним методології оцінки кредитоспроможності позичальника та його інформаційних потреб. Це означає, що кожен банк може вимагати від потенційного позичальника свій специфічний набір документів.

Таблиця 6.2 – Організація фінансової роботи із залучення банківського кредиту

Етапи залучення банківської позички	Основні питання, на які слід звернути увагу
Попередні переговори з обраним банком	критерії та умови надання кредиту діапазон процентних ставок строки та порядок погашення список документів, які слід подати банку
Рішення про доцільність подальших переговорів з банком	оцінка шансів на отримання кредиту зіставлення з умовами надання кредиту, які пропонуються іншими банками
Рішення зборів власників щодо залучення банківського кредиту	якщо сума кредиту є значною і це передбачено статутом
Підготовка пакета документів відповідно до переліку банку	перелік документів встановлюється кожним банком індивідуально формулювання цілей, під які залучається кредит особливий акцент на бізнес-план і прогноз Cash-flow
Передача пакета документів до банку	дата прийняття банком пакета документів є офіційною датою подачі кредитної заявки
Відкриття поточного рахунку в банку (якщо такий рахунок відсутній)	подається типовий набір документів, необхідних для відкриття рахунку
Фінансово-економічна експертиза діяльності підприємства	кредитний експерт може вимагати додаткової інформації перевірка достовірності отриманих даних на місці слід створити всі умови для забезпечення кредитного експерта інформацією
Узгодження величини процентної ставки та інших параметрів кредиту	інвестор relations уміння вести переговори
Укладення кредитної угоди	у письмовому вигляді не потребує нотаріального посвідчення
Моніторинг та контроль	створення умов для контролю з боку працівників банку цільового використання коштів

Типовий список необхідних для отримання кредиту документів містить:

а) клопотання (лист, заявка) позичальника на ім'я Голови Правління банку про видачу кредиту, де зазначаються: реквізити потенційного позичальника; цілі залучення кредиту; необхідна сума; строки залучення коштів; вид кредитного забезпечення; зобов'язання своєчасного погашення основної суми кредиту та процентів у визначений термін;

б) протокол рішення зборів власників щодо згоди на залучення кредиту у визначеній сумі та про надання майна в заставу із зазначенням параметрів майна, його вартості, місцезнаходження тощо;

в) документи фінансової та податкової звітності:

баланси за останні 2—3 роки (із щоквартальною розбивкою за останній звітний рік);

звіти про фінансові результати та звіти про рух грошових коштів за визначений період;

декларація про прибуток підприємства (разом з додатками);

розшифровка кредиторської та дебіторської заборгованості (в розрізі сум заборгованості, контрагентів, причин виникнення, дат виникнення та погашення) на останню звітну дату та на дату звернення у банк;

г) інформація щодо розмірів заборгованості за банківськими кредитами;

д) висновки аудитора щодо фінансово-майнового стану підприємства та копії актів перевірок державними податковими органами;

е) бізнес-план, необхідними складовими якого є розрахунок потреби в капіталі, терміни освоєння та окупності залучених коштів, прогноз Cash-flow на період, на який залучаються кошти, тощо;

ж) копії контрактів, договорів, рахунків-фактур (інвойсів), митних декларацій, інших документів, пов'язаних із досягненням цілей, на які береться кредит;

з) документи, які засвідчують той чи інший вид кредитного забезпечення;

и) довідки з банків, де відкриті рахунки позичальника, про відсутність заборгованості за кредитами.

Як правило, необхідною умовою отримання кредиту є відкриття позичальником поточного рахунку у кредитуючому банку. Для цього подається стандартний набір документів, передбачених для відкриття такого рахунку.

Дата одержання від потенційного позичальника пакета документів у повному обсязі вважається датою офіційного звернення підприємства за кредитом.

Перед тим, як прийняти рішення щодо надання кредиту, банк проводить ретельну фінансово-економічну експертизу діяльності потенційного позичальника. Аналіз здійснюється за такими основними напрямками:

оцінка якості менеджменту;

ситуація підприємства на ринку факторів виробництва та збуту продукції;

фінансовий стан потенційного позичальника;

оцінка кредитного забезпечення.

Менеджмент підприємства повинен усвідомлювати, що, окрім одержаного пакета документів, у процесі оцінки доцільності надання кредиту

працівники банку проводять збір додаткової інформації про підприємство: вони можуть здійснити перевірку достовірності отриманих даних на місці, в т. ч. відвідати виробничі, складські та інші приміщення. Кредитний експерт, як правило, проводить співбесіду з керівником підприємства, його фінансовим директором, головним бухгалтером, іншими провідними менеджерами.

Оцінивши кредитний ризик, кредитний експерт (чи група експертів) узгоджує з потенційним позичальником рівень процентної ставки та умови погашення позички і сплати процентів. У вітчизняній практиці досить часто рішення про встановлення процентної ставки приймається за суб'єктивними критеріями, зокрема здатністю керівника підприємства (чи фінансового менеджера) презентувати свій бізнес та імідж (інвестор relations), а також від уміння вести переговори з відповідними працівниками банку, його керівництвом. Типовою є ситуація, коли позичальники з порівняно однаковим рівнем кредитоспроможності, кредитною історією та кредитним ризиком отримують в одному й тому ж банку кредити за різними процентами.

Після проведення економічної та правової експертизи інформації про позичальника кредитний експерт складає відповідний висновок (резюме), в якому обґрунтовується економічна доцільність видачі кредиту, наводиться загальна інформація про якісні та кількісні параметри діяльності підприємства, якість і достатність кредитного забезпечення.

Остаточне рішення щодо надання кредитів позичальникам, незалежно від запрошеного розміру кредиту, приймається колегіально (правлінням банку, кредитним комітетом, комісією і т. ін.) більшістю голосів та оформляється протоколом. При прийнятті відповідного рішення розглядається резюме кредитного експерта, висновок служби безпеки банку, акт оцінки кредитного забезпечення та висновок юридичних служб.

Тривалість розгляду кредитної заявки значною мірою залежить від строку, на який видається позичка, та кваліфікації відповідних працівників банку. Як правило, рішення приймається протягом 1—3 тижнів. Зрозуміло, що чим довшими є строки та більшою сума кредитування, тим ґрунтовнішим і тривалішим є кредитний аналіз.

У разі прийняття позитивного рішення щодо видачі кредиту банк оформляє відповідні документи, що регламентують кредитні взаємовідносини. До таких документів належать:

- кредитний договір (укладається між кредитором і позичальником тільки у письмовій формі);

- договори поручительства (гарантії);

- договори застави.

Після підготовки та перевірки проектів відповідних договорів вони передаються на підпис уповноваженим особам позичальника та банку. Кредитні угоди та деякі види договорів застави не потребують нотаріального посвідчення. Договори застави нерухомого майна та транспортних засобів, а також договори поручительства (гарантії) потребують нотаріального посвідчення.

Надання кредиту здійснюється шляхом відкриття позичальнику позичкового рахунку та перерахування на нього відповідної суми коштів. При плануванні руху грошових потоків фінансові служби підприємства повинні враховувати таке:

- отримані у вигляді кредиту кошти можна використовувати лише на зазначені у договорі цілі (за нецільове використання коштів банк може стягнути штраф у сумі, передбаченій кредитною угодою);

- кошти для погашення заборгованості за кредитом першочергово направляються для оплати процентів за кредит, потім — простроченої заборгованості; сума, що залишилася, направляється для погашення кредиту;

- за порушення строків повернення кредиту і процентів сплачується передбачена кредитним договором пеня;

- у разі виникнення тимчасових фінансових ускладнень можна порушувати перед банком питання про перенесення строків платежів за кредитом;

- основну суму кредиту та проценти по ньому можна сплачувати достроково.

Банк протягом усього строку дії кредитного договору підтримує ділові контакти з позичальником, забезпечує його консультативними послугами з питань ведення бізнесу та виконання договору. Фінансові та інші служби підприємств повинні створювати умови для проведення працівниками банку моніторингу та контролю за порядком використання кредиту та динамікою фінансового стану позичальника, а також періодично інформувати банк про хід виконання угоди. У процесі моніторингу проводиться така робота:

- перевіряється цільове використанням кредиту;

- оцінюється фінансовий стан підприємства та визначається відхилення фактичних показників діяльності від запланованих;

- перевіряється стан збереження заставленого майна;

- перевіряються заставні можливості позичальника і третіх осіб, які гарантують повернення позички.

На основі обробки одержаної в процесі моніторингу інформації вносяться пропозиції щодо подальших відносин з позичальником. При цьому можуть прийматися рішення щодо:

- перенесення строків повернення кредиту (як правило, зі стягненням підвищеної процентної ставки);

- зміни умов кредитування (наприклад, зміни процентної ставки);

- розірвання договору із достроковим стягненням кредиту(у разі недотримання позичальником умов кредитного договору).

Тема 7 Фінансова діяльність на етапі реорганізації підприємства

Реорганізація як специфічний напрям фінансової діяльності підприємств. Мета та завдання реорганізації підприємств.

Види реорганізації підприємств: загальна характеристика. Загальні передумови реорганізації суб'єктів господарювання: нормативно-правові та фінансово-економічні.

Реорганізація, спрямована на укрупнення підприємства: злиття, поглинання, приєднання. Фінансовий механізм укрупнення підприємств. Визначення пропорцій обміну корпоративних прав під час реорганізації: мета, методи.

Реорганізація, спрямована на розукрупнення підприємств: поділ, виділення. Фінансовий механізм розукрупнення підприємств.

Перетворення як особлива форма реорганізації. Роль перетворення в оптимізації фінансування підприємства. Зміст і порядок складання реорганізаційної угоди. Передатний та роздільний баланси.

7.1 Реорганізація як специфічний напрям фінансової діяльності підприємства

Реорганізація — це повна або часткова заміна власників корпоративних прав підприємства, зміна організаційно-правової форми організації бізнесу, ліквідація окремих структурних підрозділів або створення на базі одного підприємства кількох, наслідком чого є передача або прийняття його майна, коштів, прав та обов'язків правонаступником. У процесі реорганізації може бути задіяний один або кілька суб'єктів господарювання. Рішення щодо реорганізації підприємств слід розглядати в контексті стратегічного менеджменту. Серед основних причин реорганізації здебільшого виокремлюють такі:

- суттєве розширення діяльності підприємства, його розмірів;
- згорання діяльності;
- необхідність фінансової санації;
- необхідність зміни повноти відповідальності власників за зобов'язаннями підприємства;
- диверсифікація діяльності;
- податкові мотиви;
- необхідність збільшення власного капіталу (з метою покриття потреби в капіталі та підвищення рівня кредитоспроможності).

Зрозуміло, що причини та мотиви, які спонукають власників і керівництво підприємства до прийняття рішення щодо реорганізації, визначають і форму майбутньої реорганізації. За формальними ознаками розрізняють такі три напрями реорганізації (рис. 7.1):

- 1) спрямована на укрупнення підприємства (злиття, приєднання, поглинання);
- 2) спрямована на подрібнення підприємства (поділ, виділення);
- 3) без змін розмірів підприємства (перетворення).

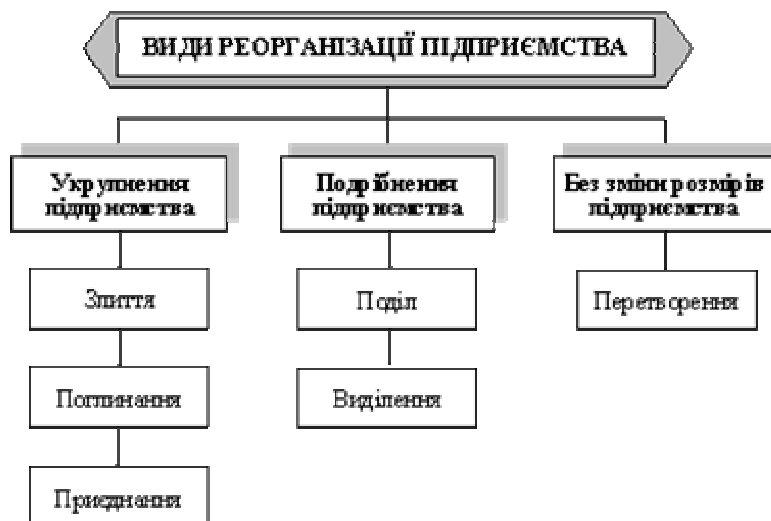


Рисунок 7.1 – Форми корпоративної реструктуризації підприємств

Реорганізація підприємства проводиться з дотриманням вимог антимонопольного законодавства, за рішенням власників, а у деяких випадках — за рішенням власників та за участю трудового колективу або органу, уповноваженого створювати такі підприємства, чи за рішенням суду або господарського суду.

Перед здійсненням реорганізації необхідно провести поглиблений аналіз фінансово-господарського стану підприємств, що потребують реорганізації, та оцінити їх ринкову вартість. Як правило, під час реорганізації засвідчуються приховані резерви підприємств, що реорганізуються. Це зумовлено необхідністю одержати реальну оцінку вартості таких підприємств з метою встановлення правильних пропорцій обміну корпоративних прав підприємств, які виступають правопередниками на корпоративні права правонаступників.

Ключовим документом, який складається під час реорганізації підприємств, є передатний або роздільний баланс (передатний складається у разі злиття чи приєднання підприємств, роздільний — при поділі чи виділенні).

7.2 Загальні передумови реорганізації

Необхідною передумовою реорганізації суб'єктів господарювання є відповідне рішення власників (чи інших уповноважених на це органів), яке приймається після детального економіко-правового обґрунтування менеджментом підприємства доцільності такої операції. Доведення до носіїв рішень переваг реорганізації здійснюється в ході доповіді про реорганізацію. У ній акцентується увага на основних завданнях та мотивах реорганізації, в загальних рисах змальовується реорганізаційний процес та його фінансово-правові наслідки для власників.

Основним документом, який визначає права та обов'язки сторін у ході реорганізації і має забезпечувати оперативне її проведення та безперебійну роботу підприємств, є угода про умови проведення реорганізації (план

реорганізації). Цей документ в обов'язковому порядку має регламентувати такі питання:

- призначення комісій (персонально) для проведення реорганізації у складі представників підприємств, що реорганізуються;

- повний перелік та обсяг активів і пасивів підприємств, що реорганізуються, які підлягають прийманню-передачі в обмін на корпоративні права правонаступника, а також строки та порядок оформлення такої передачі;

- перелік документів фінансового та інших видів обліку, незакінчених діловодством справ, бланків суворої звітності, архівів чи описів архівів, що підлягають прийманню-передачі, а також строки передачі;

- пропорції (коефіцієнти) обміну корпоративних прав реорганізованих підприємств на корпоративні права підприємств, які є їх правонаступниками, а також суми можливих доплат (чи компенсацій);

- строки обміну акцій (свідоцтв про внесення вкладу до статутного капіталу) акціонерів (учасників) підприємства, що реорганізується, на акції (свідоцтва про внесення вкладу до статутного капіталу) акціонерів (учасників) підприємства- правонаступника, порядок продажу акцій (часток) акціонерами (учасниками) та інші організаційні питання, пов'язані з формуванням статутного капіталу;

- права, які надаватимуться підприємством- правонаступником власникам корпоративних прав, інших цінних паперів та спеціальних прав, емітованих підприємствами, що припиняють свою діяльність у результаті реорганізації;

- економіко-правові наслідки реорганізаційних заходів для працівників підприємств, що реорганізуються.

У разі реорганізації підприємства слід враховувати ряд законодавчих передумов і вимог, а саме:

- порядок державної реєстрації (перереєстрації) та ліквідації суб'єктів господарювання;

- вимоги антимонопольного законодавства;

- вимоги щодо захисту інтересів кредиторів підприємства, його власників, персоналу тощо;

- порядок емісії акцій (у разі реорганізації АТ);

- можливі екологічні, демографічні та інші наслідки локального масштабу.

У результаті реорганізації підприємства виникає необхідність у скасуванні державної реєстрації одних суб'єктів господарювання і реєстрації або перереєстрації інших. У разі, якщо реорганізація пов'язана зі створенням на базі підприємств, що реєструються, нових юридичних осіб, у засновницьких документах останніх слід відобразити дану обставину.

Необхідність перереєстрації підприємства виникає, якщо реорганізація підприємства призводить до змін:

- організаційно-правової форми;

- форми власності;

- назви юридичної особи.

Відповідно до Положення про державну реєстрацію суб'єктів підприємницької діяльності перереєстрація юридичних осіб здійснюється в

порядку, встановленому для їх реєстрації. У місячний термін з моменту настання зазначених змін в органи державної реєстрації слід подати документи для перереєстрації з підтвердженням опублікування у друкованих засобах масової інформації оголошення про відповідні зміни.

У результаті реорганізації у підприємств, до яких здійснюється приєднання або від яких відокремлюються певні структурні підрозділи, може виникнути необхідність внесення змін і доповнень до установчих документів, які також підлягають державній реєстрації. Внесення змін (доповнень) оформляється у вигляді окремих додатків або шляхом викладення установчих документів у новій редакції. У разі внесення до установчих документів змін, пов'язаних зі зміною складу засновників (учасників) суб'єкта підприємницької діяльності, подаються оформлені згідно з вимогами законодавства документи:

у разі добровільного виходу юридичної особи зі складу засновників (учасників) подається копія рішення засновника, фізичної особи — нотаріально посвідчена заява;

у разі примусового виключення засновників (учасників) подається рішення уповноваженого на це органу.

Антимонопольним законодавством України передбачено, що в окремих випадках з метою запобігання монополізації ринків такі види реорганізації, як злиття, поглинання, приєднання, можуть бути здійснені лише за умови одержання згоди на це Антимонопольного комітету України (АКУ). У зв'язку з цим, до складу робочих груп з питань реорганізації можуть входити також представники АКУ. Зазначимо, що в Україні монопольним вважається становище підприємця, частка якого на ринку певного товару перевищує 35 %.

Після прийняття загальними зборами власників підприємств рішення щодо реорганізації про це слід письмово повідомити кожного з кредиторів. У разі злиття, приєднання, виділення, поділу чи перетворення слід дотримуватися законодавчих вимог щодо захисту інтересів кредиторів, зокрема стосовно переведення боргу на правонаступників. Ці вимоги зводяться до такого:

а) перевід боржником свого боргу на іншу особу допускається лише за згодою кредитора;

б) новий боржник вправі висувати проти вимоги кредитора всі заперечення, засновані на відносинах між кредитором і первісним боржником;

в) порука і встановлена третьою особою застава припиняються з переведенням боргу, якщо поручитель або заставадавець не виявив згоди відповідати за нового боржника;

г) уступка вимоги і перевід боргу, основані на угоді, укладеній у письмовій формі, повинні бути вчинені в простій письмовій формі.

Реорганізація не може бути завершена до владнання проблематики заборгованості. При цьому кредитор може звернутися з письмовою вимогою про здійснення підприємством-боржником однієї з дій: забезпечення виконання зобов'язань шляхом укладання договорів застави чи поруки; дострокового виконання зобов'язань та відшкодування збитків, якщо інше не передбачено угодою між підприємством, що реорганізується, та боржником.

У разі, якщо у процесі реорганізації задіяне акціонерне товариство, то, здійснюючи цей процес, слід дотримуватися відповідних положень і рекомендацій Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, зокрема Положення про порядок реєстрації випуску акцій і інформації про їх емісію при реорганізації товариства. Дане Положення регламентує послідовність дій господарського товариства у разі реорганізації у тому випадку, якщо в реорганізації бере участь хоча б одне акціонерне товариство або хоча б одне акціонерне товариство створюється в результаті реорганізації.

Відкриті акціонерні товариства, що формуються в результаті реорганізації шляхом злиття, поділу, виділення та перетворення, а також товариства, до яких здійснюється приєднання, зобов'язані зареєструвати інформацію про емісію акцій. Для цього, окрім стандартного набору документів, який подається при звичайній емісії, слід подати такі документи:

нотаріально посвідчену копію договору про злиття (приєднання, поділ, виділення, перетворення);

рішення вищих органів кожного з підприємств, які беруть участь у реорганізації;

передатний (роздільний) баланс.

Реєстрація інформації про емісію акцій АТ, які створені шляхом реорганізації, здійснюється до державної реєстрації зазначених товариств як суб'єктів підприємницької діяльності.

Приймаючи фінансові рішення в процесі реорганізації підприємств, слід враховувати податковий аспект. Зокрема, можливість виникнення об'єкта оподаткування в результаті засвідчення в звітності прихованих резервів. При здійсненні передачі майнових прав та обов'язків слід враховувати те, що передача активів від одного підприємства до іншого не оподатковується лише в тому випадку, якщо ця передача здійснюється як внесок одного підприємства в статутний капітал іншого для формування цілісного майнового комплексу останнього в обмін на його корпоративні права. Реорганізаційний прибуток для власників може виникнути в тому разі, якщо вартість чистих активів, що передаються правонаступнику, перевищує номінальну вартість корпоративних прав, емітованих реорганізованим підприємством.

7.3 Укрупнення підприємства

7.3.1 Сутність та основні завдання реорганізації, спрямованої на укрупнення підприємства

До основних форм реорганізації, результатом яких є укрупнення підприємств, належить злиття кількох підприємств в одне, приєднання одного або кількох підприємств до одного, вже функціонуючого підприємства, а також придбання підприємства. Порядок відображення у фінансовому обліку та звітності придбання інших підприємств, гудвілу, який виник при придбанні, злиття підприємств, а також розкриття інформації про об'єднання підприємств встановлено Положенням (стандартом) бухгалтерського обліку 19 «Об'єднання підприємств». Згідно з ним результатом об'єднання підприємств може бути:

придбання одним підприємством частки капіталу іншого підприємства або активів в обмін на грошові кошти;

отримання інших активів або зобов'язань;
створення нової юридичної особи;
отримання контрольного пакета акцій;
передача активів об'єднаних підприємств іншому підприємству і ліквідація одного з підприємств, що об'єднуються.

Укрупнення підприємств здійснюється за наявності економічної вигоди для всіх учасників реорганізації. До основних мотивів, які можуть спонукати суб'єктів господарювання до реорганізації шляхом укрупнення, можна віднести такі:

1. Ефект синергізму. Синергізм — це умова, за якої загальний результат є більшим за суму часток. При реорганізації, спрямованій на використання ефекту синергізму, вартість підприємства після реорганізації перевищує сумарну вартість окремих підприємств до реорганізації. Ефект синергізму виникає завдяки дії таких чинників:

а) економія на витратах, яка проявляється при збільшенні масштабів виробництва;

б) економія фінансових ресурсів;

в) збільшення влади на ринку.

2. Прагнення заволодіти ліцензіями, патентами, ноу-хау, які є в розпорядженні іншого підприємства.

3. Отримання надійного постачальника факторів виробництва (наприклад, сировини чи комплектуючих).

4. Зменшення ризику при виході на нові ринки збуту та збільшення їх кількості.

5. Зменшення кількості конкурентів.

6. Податкові переваги. Прибуткова фірма може придбати компанію, яка має від'ємний об'єкт оподаткування, і таким чином отримати економію на податкових платежах.

7. Придбання активів за ціною, яка нижча за вартість заміщення, передачі технологічних і управлінських знань і навичок (технологічні трансфери) тощо.

8. Диверсифікація активів та діяльності з метою зменшення ризиків і підвищення потенціалу прибутковості.

9. Попередження захоплення компанії крупними корпоративними «хижаками» та збереження контролю над підприємством.

10. Особисті мотиви вищої ланки менеджерів, авторитет і престиж яких підвищуються зі збільшенням розмірів компанії, якою вони керують.

В антимонопольних законодавствах більшості країн розрізняють горизонтальне злиття (приєднання, поглинання), вертикальне та діагональне. Горизонтальне укрупнення — це об'єднання двох або більше підприємств, які виробляють однаковий тип товару чи надають однакові послуги. Вертикальне укрупнення — це об'єднання одного підприємства з його постачальником сировини чи споживачем продукції. Діагональне укрупнення — це об'єднання суб'єктів господарювання різних галузей і видів діяльності (здійснюється здебільшого з метою диверсифікації діяльності).

Законодавчий контроль спрямовано в основному на горизонтальні укрупнення, оскільки в результаті їх здійснення підприємства одержують можливість «будувати» перешкоди для доступу на ринок, встановлювати дискримінаційні ціни, створювати дефіцит на ринку певного товару та ін., що веде до посилення концентрації на ринку та знищення конкуренції. Вертикальні та діагональні злиття на рівень конкуренції суттєво не впливають.

7.3.2 Злиття та приєднання

У ряді нормативних актів можна зустріти різні підходи до визначення понять «злиття» та «приєднання». Так, згідно з П(С)БО під злиттям слід розуміти об'єднання підприємств (шляхом створення нової юридичної особи або приєднання підприємств до головного підприємства), у результаті якого власники (акціонери) підприємств, що об'єднуються, здійснюватимуть контроль над усіма чистими активами об'єднаних підприємств з метою досягнення подальшого спільного розподілу ризиків і вигід від об'єднання. При цьому жодна із сторін не може бути визначена як покупець.

За таким підходом нівелюються основні відмінності між приєднанням і, власне, злиттям, які передбачаються іншими нормативними актами, оскільки наведене визначення «злиття» містить характеристики як реорганізації шляхом злиття, так і реорганізації приєднанням.

У традиційному розумінні злиття означає припинення діяльності двох або кількох підприємств як юридичних осіб та передачу належних їм активів і пасивів (майнових прав і зобов'язань) до правонаступника, який створюється в результаті злиття. Бухгалтерські баланси підприємств при цьому консоліднуються.

Приєднання означає припинення діяльності одного підприємства як юридичної особи та передачу належних йому активів та пасивів (майнових прав та зобов'язань) до іншого підприємства (правонаступника). Таким чином, головна різниця між злиттям та приєднанням полягає в тому, що у випадку злиття всі майнові права та обов'язки кількох юридичних осіб концентруються на балансі одного підприємства, яке є наново створеним, а при приєднанні — на балансі вже функціонуючого на момент прийняття рішення про приєднання підприємства. Зазначені відмінності досить чітко простежуються на рисунку 7.2.

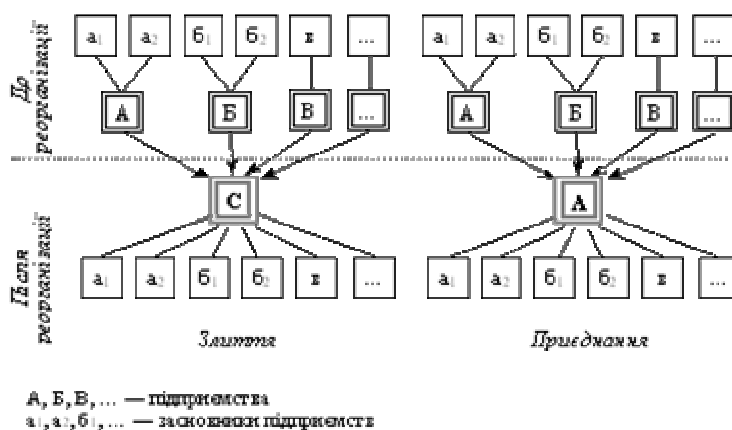


Рисунок 7.2 – Відмінності між злиттям та приєднанням підприємств

Порядок реорганізації підприємства шляхом злиття наведено на рис. 7.3. Перший етап реорганізації полягає в прийнятті рішення вищими органами підприємств, що реорганізуються, про обраний шлях реорганізації. Одночасно з прийняттям рішення узгоджується проект реорганізаційної угоди.

Перш ніж розпочинати практичну роботу щодо реорганізації, необхідно одержати дозвіл на злиття Антимонопольного комітету (у випадках, передбачених законодавством).

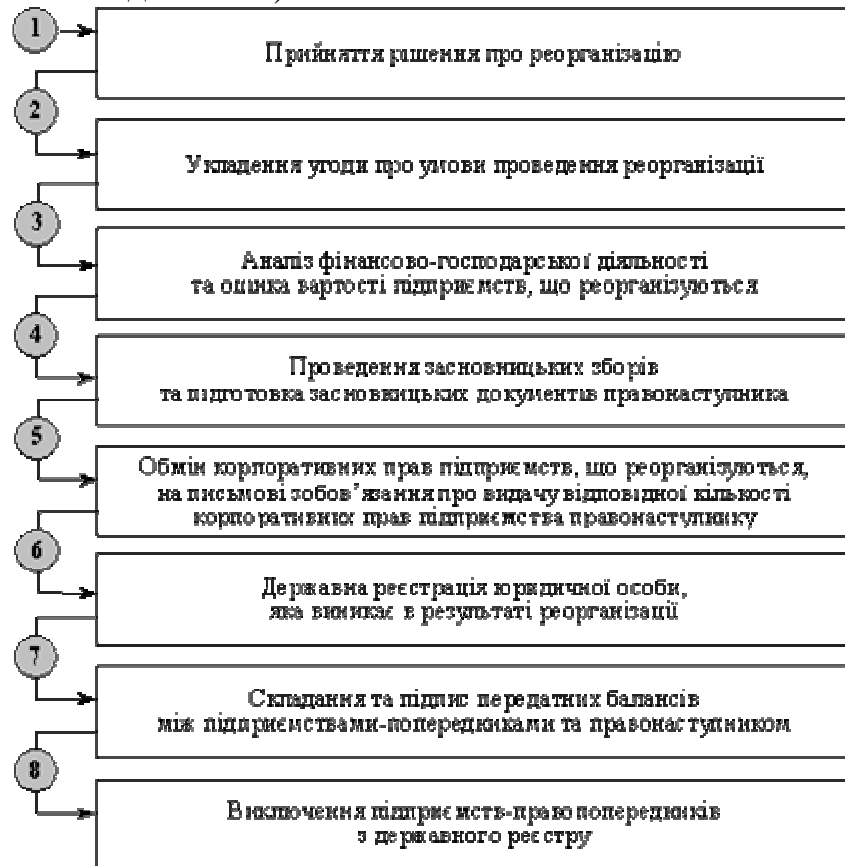


Рисунок 7.3 – Порядок реорганізації підприємств шляхом злиття

На другому етапі між власниками (уповноваженими представниками) підприємств, що реорганізуються, укладається угода про умови проведення реорганізації шляхом злиття. Угода набуває чинності з моменту затвердження її більшістю у дві третини голосів акціонерів (учасників) на загальних зборах кожного з підприємств, яке підлягає реорганізації.

Третій етап зводиться до перевірки фінансово-господарської діяльності підприємств аудиторською фірмою (якщо це передбачено законодавством чи реорганізаційною угодою). При цьому здійснюється оцінка вартості підприємств у цілому та окремих майнових об'єктів зокрема. У разі необхідності до процесу оцінки залучається оцінювач. Правильна оцінка майна має вирішальне значення при визначенні частки корпоративних прав підприємства- правонаступника, якими володітимуть власники кожного з реорганізованих підприємств.

Четвертий етап — проведення засновницьких зборів юридичної особи, яка виникає в результаті злиття. Після цього здійснюється підготовка

установчих документів правонаступника, в яких має бути враховано, що він створюється шляхом злиття і бере на себе всі права та обов'язки реорганізованих підприємств.

На п'ятому етапі відбувається реєстрація емісії акцій у ДКЦПФР та публікація інформації про емісію акцій акціонерного товариства, яке створюється шляхом злиття (у разі, якщо в результаті реорганізації створюється АТ). На цьому ж етапі проводиться обмін акцій (або часток) у статутних капіталах товариств, що реорганізуються, на письмові зобов'язання про видачу відповідної кількості акцій (часток) товариства, що створюється шляхом злиття, правонаступнику. Після цього до Державної комісії цінних паперів та фондового ринку подається звіт про результати такого обміну.

Шостий етап. Збори засновників підприємства, яке створюється в результаті злиття, затверджують статут підприємства та інші засновницькі документи. Після цього здійснюється державна реєстрація підприємства. Видані раніше письмові зобов'язання обмінюються на корпоративні права новоствореного підприємства.

На сьомому етапі відбувається остаточне узгодження та підписання передатних балансів між підприємствами-попередниками та правонаступником.

Восьмий етап — виключення підприємств-правопопередників з державного реєстру. Слід підкреслити, що лише за наявності у засновницьких документах нової зареєстрованої особи положень про правонаступництво уможливорюється оперативне зняття підприємств-попередників з обліку контролюючих органів та виключення їх з державного реєстру.

Звертаємо увагу на те, що, незважаючи на заснування нової юридичної особи в результаті злиття, недоцільно включати підприємства-правопопередники до складу засновників підприємства-правонаступника, оскільки перші припиняють свою діяльність одразу після злиття. До складу засновників варто включати осіб, які володіють корпоративними правами в майні підприємств-правопопередників. Як внесок до статутного капіталу наново створеного підприємства необхідно розглядати корпоративні права (частки, акції) власників підприємств, що реорганізуються. Після підписання передатного балансу підприємству-правонаступнику надходить частка майна, яка є еквівалентом корпоративних прав реорганізованих підприємств.

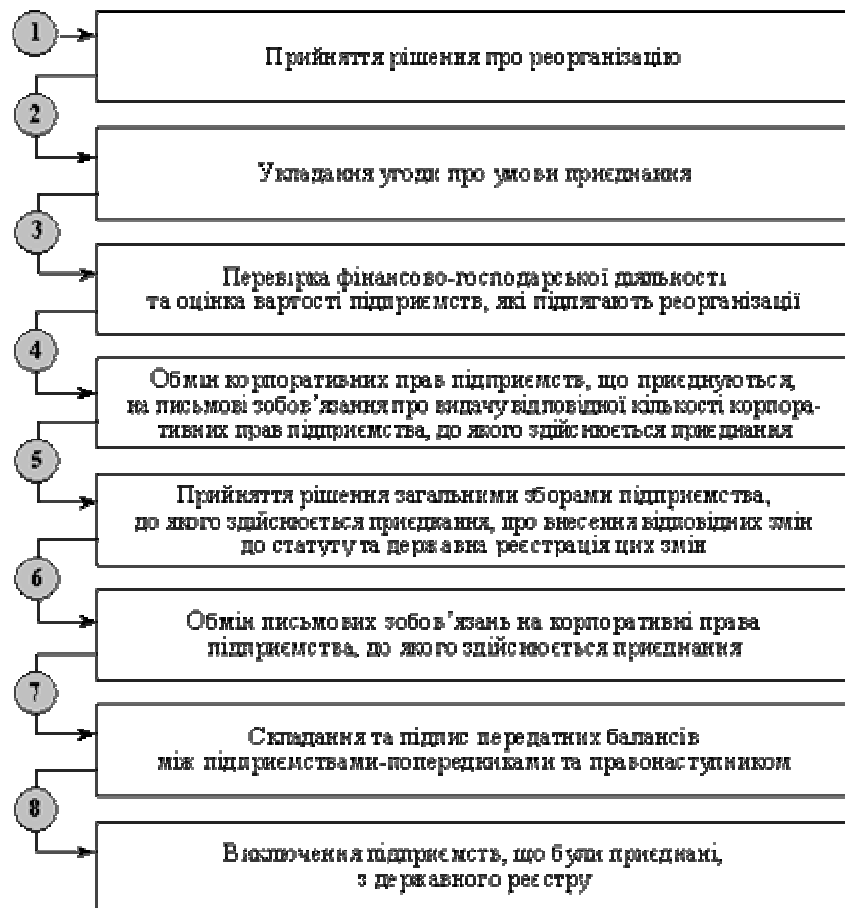


Рисунок 7.4 – Порядок реорганізації підприємств шляхом приєднання

Етапи реорганізації підприємства шляхом приєднання показані на рисунку 7.4. Як бачимо, порядок такої реорганізації подібний до того, який був описаний нами при розгляді етапів реорганізації в результаті злиття. Разом з тим реорганізація шляхом приєднання має ряд особливостей. Вони пов'язані з тим, що внаслідок приєднання нова юридична особа не створюється, а відбувається лише внесення змін у засновницькі документи правонаступника. Ці зміни можуть бути пов'язані зі збільшенням статутного капіталу підприємства, до якого здійснюється приєднання, зміною складу засновників чи організаційно-правової форми.

Щодо зміни організаційно-правової форми підприємства- правонаступника, то тут можливі два варіанти:

а) форма організації бізнесу залишається незмінною (робляться зміни лише в засновницьких документах в частині правонаступництва, розміру статутного капіталу та складу засновників);

б) підприємство- правонаступник змінює форму організації бізнесу (перетворення). При цьому, як правило, спочатку здійснюється приєднання одного або кількох юридичних осіб до правонаступника, а потім він реорганізується шляхом перетворення.

Договір про приєднання повинен містити відомості про порядок та умови приєднання, порядок і пропорції обміну акцій або часток у статутному капіталі підприємств, що реорганізуються шляхом приєднання, на акції або частки в

статутному капіталі підприємства, до якого здійснюється приєднання, а також ряд інших стандартних положень.

Якщо при злитті (приєднанні) деякі учасники підприємств виявлять бажання вийти зі складу засновників, то даний вихід доцільно оформити до моменту підписання передатного балансу, який у даному разі складається з урахуванням змін у розмірі статутного капіталу та активів.

У разі приєднання виникає необхідність у збільшенні статутного капіталу підприємства, до якого здійснюється приєднання. Величина збільшення статутного капіталу залежить від пропорцій обміну корпоративних прав та від величини статутного капіталу приєднуваного підприємства. Фінансові аспекти реорганізації підприємства шляхом приєднання розглянемо на умовному прикладі.

Одна із найскладніших фінансових проблем, яка виникає під час злиття чи приєднання підприємств, полягає у правильному визначенні пропорцій обміну корпоративних прав у статутному капіталі підприємств, що реорганізуються, на акції або частки в статутному капіталі підприємства- правонаступника. За базу для визначення згаданих пропорцій береться, як правило, вартість підприємств, що реорганізуються. Ця вартість здебільшого розраховується:

1. За величиною чистих активів підприємств (балансова вартість активів за мінусом суми зобов'язань). Використання даного показника як бази для визначення пропорцій обміну має той недолік, що балансова вартість активів, як правило, суттєво відрізняється від ринкової вартості підприємства.

2. За ринковим курсом корпоративних прав підприємств (якщо вони мають обіг на організованому ринку). Проблематика використання даного показника зумовлена тим, що курс акцій може суттєво коливатися, в т. ч. під дією суб'єктивних факторів.

3. На основі дохідного підходу (дисконтування майбутніх грошових потоків і розрахунок вартості капіталізованого доходу). Складність тут полягає у прогнозуванні майбутніх доходів суб'єктів господарювання та визначенні ставки дисконтування (капіталізації).

У кожному конкретному випадку злиття чи приєднання вибирається найприйнятніший метод визначення пропорцій обміну, що відображається в угоді про умови реорганізації. Якщо пропорції обміну визначаються, виходячи з ринкової вартості корпоративних прав підприємства, то їх можна коригувати (або вирівнювати). Коригування ринкового курсу корпоративних прав (а отже і пропорцій обміну) можна досягти збільшенням статутного капіталу за рахунок інших позицій власного капіталу підприємства (курс зменшиться) або на основі зменшення статутного капіталу (курс збільшиться). Як було показано на прикладі 7.1, для забезпечення більшої об'єктивності процесу реорганізації під час обміну корпоративних прав може бути застосована комбінація надання акцій (часток) підприємств правонаступників та виплата грошових компенсацій власникам реорганізованих підприємств чи здійснення ними доплат.

7.3.3 Поглинання (аквізиція)

Деяких завдань реорганізації підприємств (диверсифікація, вступ на ринок, одержання доступу до ресурсів, створення концернів, холдингів тощо) можна досягти не лише на основі злиття чи приєднання підприємств, а і в результаті придбання значного пакета корпоративних прав інших суб'єктів господарювання (поглинання). Такого роду операції у фінансовій літературі досить часто об'єднують під поняттям «аквізиція» (acquisition).

Аквізиція (від лат. *acquisitio* — придбавати, досягати) — це скупка корпоративних прав підприємства, у результаті чого покупець набуває контроль над чистими активами та діяльністю такого підприємства. Придбання може здійснюватися в обмін на передачу активів, прийняття покупцем на себе зобов'язань. Покупцем вважають суб'єкта господарювання, до якого переходить контроль над господарською діяльністю іншого підприємства. Підкреслимо, що в результаті класичної операції аквізиції підприємство — об'єкт поглинання зберігає статус юридичної особи, існуючу правову форму організації бізнесу, однак змінюються суб'єкти контролю над ним, тобто власники, які контролюють підприємство.

Досить часто операції поглинання (приєднання, злиття) здійснюються через посередників, які за відповідну винагороду відшуковують на ринку відповідні об'єкти для аквізиції. В англосаксонській практиці фінансового менеджменту такі операції дістали назву *mergers&acquisitions* (M&A). Під поняттям M&A об'єднуються як операції типу *merger* (злиття), так і *acquisition* (придбання). Причому в практиці фінансової діяльності останні значно переважають. До основних мотивів M&A можна віднести такі:

- диверсифікація фінансових інвестицій;

- створення концернів, інших інтегрованих корпоративних структур;

- отримання прибутку в результаті придбання підприємств із заниженою вартістю.

Вирішальним чинником, який визначає рішення щодо придбання підприємств, є їх вартість. Неправильна оцінка вартості об'єкта поглинання зумовлює помилковість політики аквізицій. Наслідком такої політики є виникнення дефіциту Free Cash-flow та зниження вартості підприємства, яке здійснило придбання.

Згідно з П(С)БО у разі придбання контрольного пакета корпоративних прав іншого підприємства покупець, починаючи з дати придбання, повинен відображати придбані акції (частку в капіталі) у складі фінансових інвестицій.

Придбання відображається в обліку за вартістю, яка є сумою сплачених грошових коштів або їх еквівалентів. Якщо придбання здійснюється шляхом передачі інших активів або взяття на себе зобов'язання, то вартість дорівнює справедливій вартості (на дату придбання) активів або зобов'язань, наданих покупцем в обмін на контроль за чистими активами іншого підприємства, збільшеної на суму витрат, які безпосередньо пов'язані з придбанням.

Якщо придбання здійснюється поетапно (наприклад, шляхом послідовного придбання акцій), то кожна операція відображається окремо за справедливою вартістю придбаних ідентифікованих активів і зобов'язань, а

вартість окремих інвестицій поетапно порівнюється з часткою покупця у справедливій вартості активів і зобов'язань, які придбані на кожному етапі.

Важливе питання, що виникає при прийнятті рішень щодо здійснення аквізицій, пов'язане з фінансуванням такого роду операцій. Оптимальною є ситуація, коли у покупця є достатній обсяг Free Cash-flow. Однак досить часто в «аквізиційній війні» між крупними корпоративними «хижаками» бюджет аквізицій становить десятки і сотні мільйонів доларів і суттєво перевищує можливості внутрішнього фінансування. У такому разі потреба в капіталі може покриватися за рахунок залучення інвестиційних кредитів або емісії облігацій. Залучаючи позичковий капітал, слід враховувати вимоги щодо збереження необхідної структури капіталу підприємства та його фінансової незалежності. Звичайно, для мобілізації фінансових ресурсів можна вдаватися до збільшення статутного капіталу. Однак, як свідчить практика, і в США, і на підприємствах Західної Європи цей інструмент використовується дедалі менше. Це не в останню чергу пов'язано з необхідністю збереження комерційної таємниці при здійсненні аквізицій, що не сумісно з вимогою надання інвесторам інформації щодо напрямів використання наданих ними коштів.

7.4 Реорганізація підприємства, спрямована на його розукрупнення

Розукрупнення підприємства (поділ, виділення) здійснюється, як правило, в таких випадках:

1. Якщо у підприємства поряд з прибутковими секторами діяльності є значна кількість збиткових виробництв. Метою розукрупнення при цьому є виділення підрозділів, які санаційно спроможні для проведення їх фінансового оздоровлення, в т. ч. шляхом приватизації. Структурні ж підрозділи, які не підлягають санації, залишаються в організаційній структурі підприємства, яке з часом оголошується банкрутом.

2. Якщо у підприємств високий рівень диверсифікації сфер діяльності і до них (різних ділянок виробництв) виявляють інтерес кілька інвесторів. Тож, у результаті розукрупнення кожен з інвесторів може вкласти кошти в ту сферу, яка його найбільше приваблює, не обтяжуючи себе при цьому непрофільними виробничими структурами.

3. При проведенні передприватизаційної підготовки державних підприємств з метою підвищення їх інвестиційної привабливості.

4. За рішенням антимонопольних органів, якщо підприємства зловживають монопольним становищем на ринку (може бути прийнято рішення про примусовий поділ даних монопольних утворень).

5. З метою створення інтегрованих корпоративних структур (концернів, холдингів), наприклад у результаті виділення з материнської компанії дочірніх підприємств.

Даний напрям реорганізації дає можливість сконцентруватися на окремих стратегічних сферах діяльності підприємства.

Реорганізація підприємства, яке підлягає примусовому розукрупненню, здійснюється монополістом самостійно за умови ліквідації даного

монопольного утворення на ринку. Примусовий поділ не застосовується у випадках:

а) неможливості організаційного або територіального відокремлення підприємств, структурних підрозділів чи структурних одиниць;

б) наявності щільного технологічного зв'язку підприємств, структурних підрозділів чи структурних одиниць (якщо частка внутрішнього обороту в загальному обсязі валової продукції підприємства становить менше 30 %).

Розрізняють дві основні форми розукрупнення — поділ та виділення. Основні відмінності між поділом та виділенням підприємств досить чітко відображені на рисунку 7.5.

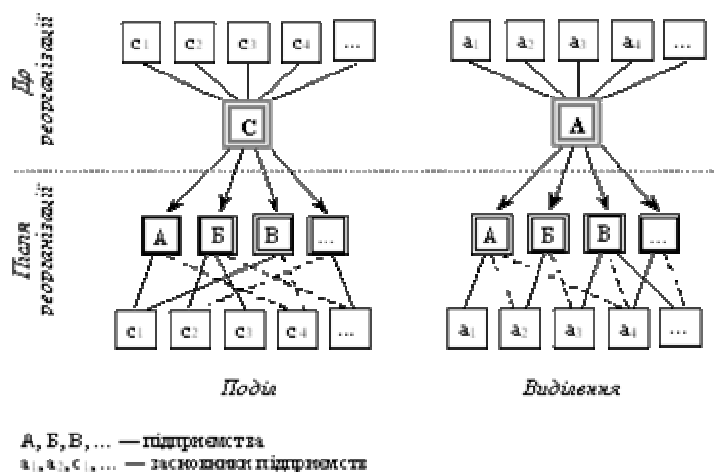


Рисунок 7.5 – Відмінності між поділом та виділенням підприємств

Реорганізація шляхом поділу. Поділ — це спосіб реорганізації, за якого одна юридична особа припиняє свою діяльність, а на її базі створюється кілька нових підприємств, оформлених у вигляді самостійних юридичних осіб.

Угода про реорганізацію шляхом поділу, окрім інших стандартних позицій, має містити:

а) повний перелік та обсяг активів і пасивів балансу, що підлягають передачі кожному правонаступнику;

б) строк складання роздільного балансу з розшифровками кожної статті цього балансу.

Якщо кількість засновників підприємства, що реорганізується, менша за кількість підприємств, що створюються в результаті поділу, то частка кожного засновника в його статутному капіталі відповідним чином розподіляється між новоствореними підприємствами. Кожен із засновників стає співзасновником кожного (або деяких) з підприємств- правонаступників. Внесками засновників до статутного капіталу таких підприємств є їх частки в статутному капіталі підприємства, що реорганізується.

На практиці можна зустріти особливий вид поділу, який має деякі спільні риси з приєднанням. За цього способу реорганізації активи та пасиви реорганізованого підприємства переходять не до новостворених, а до вже функціонуючих підприємств. Власники реорганізованого підприємства згідно

із заздалегідь визначеними пропорціями наділяються корпоративними правами підприємств, до яких перейшли активи та пасиви.



Рисунок 7.6 – Порядок реорганізації підприємств шляхом поділу

Реорганізація виділенням. Згідно із Законом «Про підприємства в Україні» підприємство може бути створене в результаті виділення зі складу діючого підприємства одного або кількох структурних підрозділів, а також на базі структурної одиниці діючих об'єднань за рішенням їх трудових колективів, за згоди власників або уповноваженого ними органу. При виділенні з підприємства одного або кількох нових підприємств до кожного з них переходять за роздільним актом (балансом) у відповідних частинах майнові права та обов'язки реорганізованого підприємства.

Під час реорганізації шляхом виділення частина активів і пасивів підприємства, що реорганізується, передається правонаступникові або кільком правонаступникам, які створюються внаслідок реорганізації. Підприємство, що реорганізується, продовжує свою фінансово-господарську діяльність. Воно не втрачає статусу юридичної особи, а лише вносить зміни до установчих документів згідно з чинним законодавством.

У разі виділення створення нової юридичної особи (осіб) здійснюється з використанням лише частини належного реорганізованому підприємству майна. Залишкова ж частина слугує базою для продовження господарської

діяльності. Етапи реорганізації підприємства шляхом виділення в основному збігаються з тими, які були описані у разі реорганізації шляхом поділу. Виняток становить останній етап, оскільки при виділенні реорганізоване підприємство не виключається з державного реєстру.

Як специфічний вид виділення можна розглядати операцію передачі частини майнових прав та обов'язків підприємства, що реорганізується, не до новоствореного, а до вже функціонуючого підприємства. Власники реорганізованого підприємства стають співвласниками суб'єкта господарювання, до якого передано частину активів і пасивів.

Виокремлення власників при реорганізації юридичної особи шляхом виділення є необов'язковим. Засновником (чи співвласником) юридичної особи, яка створюється в результаті виділення (чи до якої здійснюється приєднання виділеної частини активів та пасивів), може бути реорганізоване підприємство. При цьому юридична особа, якій передано частину майнових прав та обов'язків, може набути вигляду дочірнього підприємства, у результаті чого організовується інтегрована корпоративна структура.

Необхідним елементом розукрупнення є роздільний баланс. Роздільний баланс — це баланс підприємства, що реорганізується шляхом поділу чи виділення, на день припинення його діяльності, в якому окремими позиціями відображаються активи і пасиви, розподілені між ним і підприємствами- правонаступниками. Отже, в роздільному балансі відображається частка майна, вимог і зобов'язань, яка передається підприємствам, що утворюються в результаті поділу чи виділення. У роздільному балансі показуються баланси новостворених підприємств на момент початку їх господарської діяльності. Перед складанням роздільного балансу слід провести підготовчу роботу щодо забезпечення реальності позицій, які будуть відображені в ньому. З цією метою проводиться інвентаризація всіх майнових прав і зобов'язань підприємства, що реорганізується. Особлива увага при цьому звертається на виявлення та списання майна, непридатного до використання, та безнадійної дебіторської заборгованості.

За загальним правилом складання роздільних балансів усі активи та пасиви реорганізованого підприємства розподіляються пропорційно до встановленої бази для нарахування. Як правило, такою базою є сума основних засобів, якими наділяються підприємства, що створюються в результаті поділу. Наприклад, якщо вирішено, що в результаті поділу до новоствореного підприємства відійде окремий структурний підрозділ, вартість основних засобів якого становить 25 % загальної суми першого розділу активу балансу, то це означає, що до даного підприємства у відповідній частці відійде власний капітал, зобов'язання та вимоги. Може бути встановлено й інший порядок визначення пропорцій обміну корпоративних прав, розподілу майна, формування окремих статей активу та пасиву роздільного балансу, зокрема виходячи з оціночної вартості новостворюваних підприємств. Загальні принципи, пропорції, строки та методи розподілу активів під час реорганізації підприємства шляхом поділу чи виділення визначаються в угоді про реорганізацію.

7.5 Перетворення як особлива форма реорганізації підприємства

З плином часу змінюються внутрішні та зовнішні умови діяльності суб'єктів господарювання. На практиці досить часто виникає ситуація, коли через певний проміжок часу з моменту започаткування бізнесу змінюються параметри критеріїв, що визначають вибір форми організації бізнесу. Це може бути зумовлено зміною податкового законодавства, необхідністю розширення можливостей фінансування, у т. ч. поліпшення кредитоспроможності, залучення нових інвесторів, коригування стратегічних цілей тощо. З метою приведення у відповідність правової форми організації господарської діяльності до внутрішніх та зовнішніх умов ведення бізнесу застосовують таку форму реорганізації, як перетворення.

Перетворення — це спосіб реорганізації, який передбачає зміну форми власності або організаційно-правової форми юридичної особи без припинення господарської діяльності підприємства. При перетворенні одного підприємства в інше до підприємства, яке щойно виникло, переходять усі майнові права та обов'язки колишнього підприємства. Найпоширенішими прикладами перетворення підприємств є:

- товариство з обмеженою відповідальністю реорганізується в акціонерне товариство;

- приватне підприємство реорганізується в товариство з обмеженою відповідальністю;

- закрите акціонерне товариство перетворюється у відкрите.

Важливим є те, що розмір частки (у процентах) кожного засновника (учасника, акціонера) в статутному капіталі підприємства, що реорганізується, повинен дорівнювати розміру його частки в статутному капіталі товариства, створеного в результаті перетворення.

При перетворенні закритого акціонерного товариства у відкрите, і навпаки, номінальна вартість та кількість акцій акціонерного товариства, створеного в результаті перетворення, повинна дорівнювати номінальній вартості та кількості акцій акціонерного товариства на момент прийняття рішення про реорганізацію, якщо рішенням про перетворення не передбачено збільшення статутного капіталу підприємства. Загальна схема реорганізації підприємства шляхом перетворення наведена на рисунку 7.7.

Розглянемо один з типових видів даної форми реорганізації — перетворення товариства з обмеженою відповідальністю на відкрите акціонерне товариство. Реорганізація здійснюється шляхом реєстрації випуску акцій у порядку, передбаченому законодавством про цінні папери і фондову біржу, з одночасним внесенням відповідних змін до статуту підприємства.

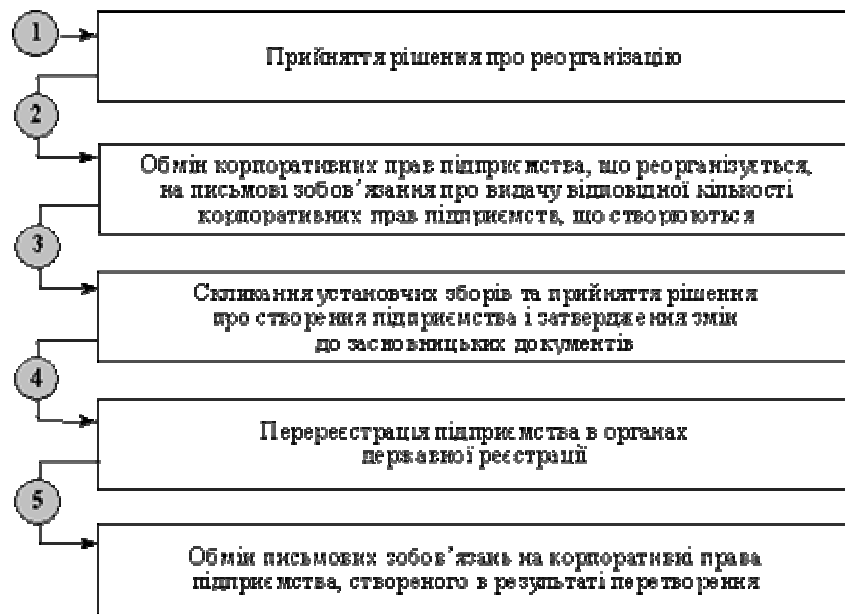


Рисунок 7.7 – Порядок реорганізації підприємств шляхом перетворення

Перший етап. Вищий орган товариства з обмеженою відповідальністю приймає рішення про перетворення, яке оформлюється протоколом. Протокол в обов'язковому порядку має містити рішення про формування статутного капіталу та випуск акцій, а також інші відомості про емітента та умови розміщення акцій. Після цього здійснюється реєстрація в ДКЦПФР інформації про відкриту підписку на акції та публікація даної інформації.

Другий етап. Обмін свідоцтв учасників про внесення вкладу до статутного капіталу підприємства—товариства з обмеженою відповідальністю на тимчасові свідоцтва (письмові зобов'язання) про видачу відповідної кількості акцій акціонерного товариства, яке створюється в результаті перетворення. Після цього в ДКЦПФР подається звіт про результати обміну та підписки на акції з метою реєстрації емісії. До дня скликання установчих зборів акціонерного товариства акціонери мають внести не менше 30 % номінальної вартості акцій, що відносяться до суми збільшення статутного капіталу (якщо це передбачається умовами перетворення).

Третій етап. Скликання установчих зборів акціонерного товариства, на яких приймається рішення про створення АТ та затвердження у новій редакції засновницьких документів. Установчі збори відкритого акціонерного товариства підбивають підсумки проведеної підписки на акції і засвідчують створення відкритого акціонерного товариства, обирають виконавчий орган і ревізійну комісію. В установчих документах новоствореного внаслідок перетворення підприємства в обов'язковому порядку має бути зазначено, що воно створюється внаслідок перетворення ТОВ у ВАТ, яке бере на себе всі його майнові права та обов'язки і є його правонаступником.

Четвертий етап. Перереєстрація в державних органах реєстрації підприємства, створеного в результаті перетворення.

П'ятий етап. Обмін письмових зобов'язань і тимчасових свідоцтв на акції АТ, створеного в результаті перетворення.

Фінансовий механізм перетворення підприємств із залученням нових інвесторів розглянемо на умовному прикладі.

Тема 8 Фінансове інвестування підприємства

Сутність та види фінансових інвестицій підприємств. Цілі та об'єкти фінансового інвестування. Довгострокові фінансові інвестиції. Поточні фінансові вкладення. Фінансові інвестиції в асоційовані, дочірні та спільні підприємства. Вкладення в боргові фінансові інструменти.

Оцінка доцільності фінансових інвестицій. Оцінка доцільності вкладень в інвестиції з фіксованою ставкою дохідності. Моделі та методи оцінки вартості фінансових інструментів. Динамічні та статичні методи оцінки. Метод дисконтування. Метод внутрішньої норми прибутковості (IRR).

Оцінка доцільності вкладень у корпоративні права. Зміст фундаментального аналізу акцій. Показники, які використовуються у процесі фундаментального аналізу. Технічний аналіз акцій.

Методи оцінки фінансових інвестицій при відображенні їх у фінансовій звітності. Справедлива вартість фінансових інвестицій. Застосування методу ефективної ставки процента при оцінці фінансових інвестицій. Оцінка фінансових інвестицій в асоційовані та дочірні підприємства за методом участі в капіталі.

8.1 Сутність і класифікація фінансових інвестицій підприємства

Одним з найважливіших завдань фінансових служб на підприємстві є визначення найефективніших напрямів вкладення залученого капіталу. Інформація про здійснені підприємством вкладення міститься в активі балансу. Загалом інвестиції — це всі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, в результаті якої створюється прибуток (дохід) або досягається соціальний ефект.

Досить часто під інвестиціями розуміють лише довгострокові вкладення підприємств з метою отримання прибутку. Хоча залучений капітал може бути інвестований як у необоротні (довгострокові), так і в оборотні (короткострокові) активи.

Приймаючи рішення щодо вкладання коштів у той чи інший об'єкт інвестицій, потенційні інвестори повинні визначитися з такими основними питаннями:

- 1) цілі інвестування;
- 2) сума коштів, яку вони можуть інвестувати;
- 3) строки, на які кошти можуть бути заморожені в інвестиційні вкладення;
- 4) собівартість окремого об'єкта інвестицій;
- 5) сума доходів (процентів, дивідендів), на яку вони можуть розраховувати, вклавши кошти в об'єкт інвестицій;
- 6) можливі вигоди та доходи від альтернативного використання капіталу;

- 7) ризики, пов'язані з інвестуванням;
8) ліквідність фінансових інвестицій, тобто швидкість і спроможність їх трансформації у грошові кошти.

Інвестиції здебільшого класифікуються за такими ознаками:
об'єктами вкладення (фінансові та реальні);
строками інвестування (короткострокові, довгострокові);
характером участі в інвестиційному процесі (прямі, непрямі).

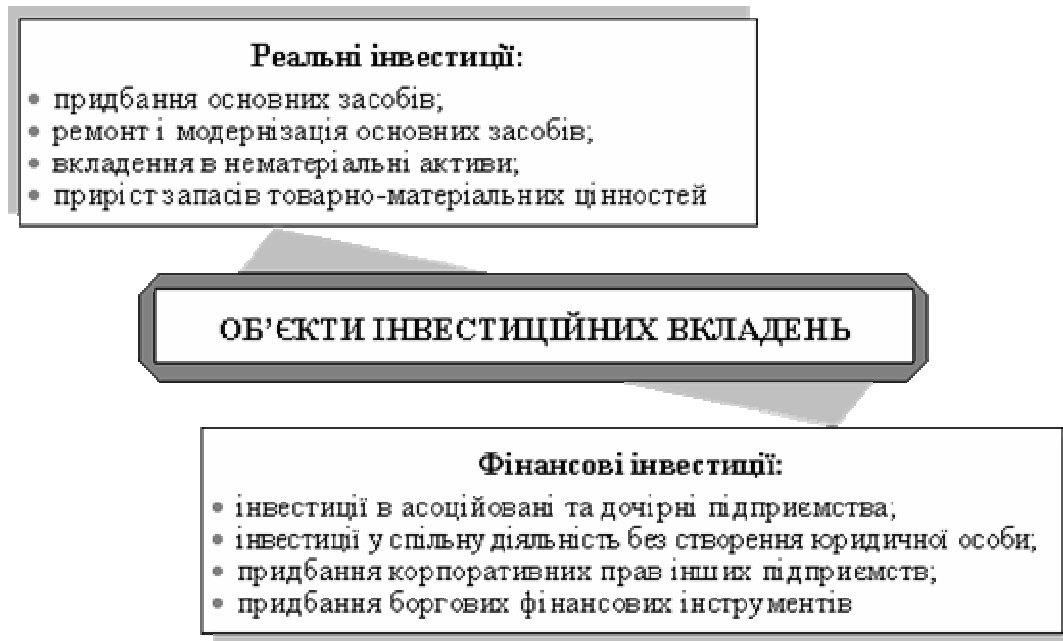


Рисунок 8.1 – Класифікація інвестицій за об'єктами вкладень

Види інвестицій у розрізі об'єктів вкладень характеризує рисунок 8.1. Діяльність фінансиста зосереджена переважно на управлінні фінансовими інвестиціями. Під фінансовими інвестиціями розуміються активи, які утримуються підприємством з метою збільшення прибутку (процентів, дивідендів тощо), зростання вартості капіталу або інших вигід для інвестора.

Фінансові вкладення можуть бути довго- і короткострокові. Розрізняють також вкладення у корпоративні права інших підприємств і вкладення в боргові фінансові інструменти тощо.

До основних цілей здійснення фінансових інвестицій підприємств належать:

- одержання прибутку (як правило, довгострокові фінансові інвестиції);
- поглинання чи здобуття контролю над підприємством-конкурентом, у т. ч. з метою його ліквідації;
- створення інтегрованих корпоративних структур (концернів, холдингів);
- поліпшення фінансово-господарських зв'язків з постачальниками сировини (матеріалів, комплектуючих тощо) та споживачами готової продукції;
- диверсифікація діяльності та одержання доступу до певного сегмента ринку;
- збереження ліквідних резервів (як правило, поточні фінансові інвестиції).

Доходи, отримані підприємством від здійснення фінансових інвестицій, відображаються у звіті про фінансові результати за такими позиціями:

дохід від участі в капіталі — дохід, отриманий від інвестицій в асоційовані, спільні або дочірні підприємства, облік яких ведеться за методом участі в капіталі;

інші фінансові доходи — дивіденди, проценти, сума збільшення балансової вартості інвестицій та інші доходи, отримані від фінансових інвестицій (крім доходів, які обліковуються за методом участі в капіталі);

інші доходи — дохід від реалізації фінансових інвестицій.

Витрати та збитки від фінансових інвестицій у звіті про фінансові результати відображаються за статтями:

втрати від участі в капіталі — збиток, спричинений інвестиціями в асоційовані, дочірні та/або спільні підприємства (зменшення балансової вартості інвестицій);

інші витрати — собівартість реалізації фінансових інвестицій; втрати від уцінки інвестицій, сума зменшення балансової вартості інвестицій; втрати від зменшення корисності (вартості) вкладень відображаються з одночасним зменшенням балансової вартості фінансових інвестицій.

Для успішної реалізації підприємствами інвестиційних проектів доцільно впроваджувати так званий інвестиційний контролінг, який включає планування інвестицій, узгодження та затвердження інвестиційних проектів, супроводження проектів і поточне рапортування про проміжні результати їх виконання, а також інвестиційний контроль.

8.2 Довгострокові фінансові інвестиції

Під довгостроковими фінансовими інвестиціями розуміються фінансові інвестиції на період понад один рік, а також усі інші інвестиції, котрі не можуть бути вільно реалізовані у будь-який момент.

Отже, довгостроковими інвестиціями можуть бути також і вкладення, які спочатку планувалося здійснювати на термін менше одного року у разі, якщо, виходячи із ситуації на ринку, підприємство визнає за неможливе їх реалізацію протягом короткого періоду. Ідеться про низьколіквідні або неліквідні активи.

У довгострокові фінансові інвестиції можуть здійснюватися вкладення підприємства з метою одержання прибутку, здобуття контролю над іншими підприємствами, одержання доступу на певний сегмент ринку, створення інтегрованих корпоративних структур, диверсифікації діяльності тощо. Зазначимо, що через інструментарій довгострокових фінансових інвестицій можна опосередковано здійснювати реальні інвестиції. Наприклад, замість вкладання коштів у придбання основних засобів для розвитку нового виробництва можна придбати контрольний пакет корпоративних прав підприємства, яке володіє відповідними необоротними активами, чи заснувати дочірнє підприємство, наділивши його статутним капіталом, за рахунок якого будуть здійснені реальні інвестиції.

Об'єктами довгострокового фінансового інвестування можуть бути:

- цінні папери, які засвідчують право власності (акції);
- цінні папери, що засвідчують відносини позички (облігації, ощадні та інвестиційні сертифікати, векселі);
- облігації державних та місцевих позик;
- вкладення в статутний капітал інших підприємств, створених на території країни та за кордоном.

Довгострокові фінансові інвестиції в балансі підприємства-інвестора відображаються за такими позиціями:

- довгострокові фінансові інвестиції, котрі обліковуються за методом участі в капіталі,

- інші фінансові інвестиції.

До складу довгострокових фінансових інвестицій, що обліковуються за методом участі в капіталі, належать:

- інвестиції в асоційовані підприємства — підприємства, в яких інвестору належить блокувальний (понад 25 %) пакет акцій (голосів) і яке не є дочірнім або спільним підприємством інвестора;

- вкладення у дочірні підприємства — підприємства, що перебувають під контролем материнського (холдингового) підприємства (контроль — вирішальний вплив на фінансову, господарську і комерційну політику підприємства з метою одержання вигод від його діяльності). При з'ясуванні питання про віднесення підприємства до категорії дочірніх вирішальну роль відіграє ступінь впливу інвестора при прийнятті рішень стосовно ключових питань господарської діяльності об'єкта інвестування;

- вкладення в спільну діяльність — господарська діяльність зі створенням юридичної особи, яка є об'єктом спільного контролю двох або більше сторін відповідно до письмової угоди між ними.

До інших довгострокових фінансових інвестицій належать усі інші фінансові вкладення, які можуть бути об'єктами інвестування: облігації, вкладення в корпоративні права підприємств, які не належать до вище перелічених, тощо.

Порядок прийняття рішень щодо здійснення довгострокових фінансових інвестицій залежить від мети та об'єкта вкладень. Якщо головною метою інвестицій є безпосереднє отримання прибутку, то відповідні рішення приймаються після ретельного аналізу інвестиційної привабливості відповідного об'єкта, оцінки доцільності вкладень з погляду їх ризиковості та прибутковості, аналізу альтернативних можливостей використання капіталу. При цьому застосовують широкий набір інструментів і методів оцінки окремих інвестицій та інвестиційного портфеля в цілому.

У разі здійснення довгострокових фінансових вкладень під впливом інших, ніж отримання прибутку, цільових установок (наприклад, поглинання конкурентів, у т. ч. з метою їх ліквідації), слід провести аналіз витрат і вигід відповідних операцій та оцінити їх відповідність загальній стратегії розвитку підприємства.

Інвестиційні рішення можуть прийматися лише за наявності відповідних фінансових джерел. У противному разі інвестор може стати неплатоспроможним з усіма наслідками, які з цього випливають. Довгострокові інвестиційні вкладення доцільно здійснювати за рахунок власного капіталу, довгострокових позичок чи коштів, які вивільняються в результаті дезінвестицій.

8.3 Поточні фінансові інвестиції

Під поточними фінансовими інвестиціями розуміються фінансові інвестиції на термін, що не перевищує один рік, які можуть бути вільно реалізовані в будь-який момент (крім інвестицій, котрі є еквівалентами грошових коштів).

У балансі поточні фінансові інвестиції відображаються в складі оборотних активів підприємства за статтею «Поточні фінансові інвестиції». До цього виду інвестицій належать вкладення підприємством тимчасово вільних коштів у банківські депозити, короткострокові цінні папери та інші дохідні фінансові інструменти з метою формування ліквідних резервів та одержання доходів. Поточне фінансове інвестування може здійснюватися також у рамках політики рефінансування дебіторської заборгованості.

Поточними фінансовими інвестиціями, крім того, вважаються векселі, якщо вони використовуються як цінний папір. Зокрема, за позицією «поточні фінансові інвестиції» можуть бути відображені векселі, що придбаваються нижче за номінальну вартість з метою зарахування кредиторської заборгованості в сумі номіналу векселя.

Окрім цього, поточними можуть бути й інвестиції в асоційовані, дочірні підприємства та спільну діяльність зі створенням юридичної особи, якщо вони придбані та утримуються виключно для продажу протягом 12 місяців з дати придбання, або відповідні асоційовані чи дочірні підприємства ведуть діяльність в умовах, які обмежують їх здатність передавати кошти інвестору протягом періоду, що перевищує 12 місяців.

Оскільки поточні фінансові інвестиції розглядаються здебільшого як ліквідні резерви, для підприємства принципове значення має їх загальна ринкова вартість, тобто обсяг грошових коштів, які можна отримати в результаті реалізації портфеля поточних фінансових інвестицій.

На відміну від довгострокових фінансових інвестицій, поточне інвестування не потребує наявності відповідних фінансових джерел, зокрема прибутку, інших позицій власного капіталу чи довгострокових позичок. Основою прийняття рішень про поточні фінансові інвестиції є інформація, наведена в оперативному фінансовому плані (бюджеті ліквідності). Якщо з плану випливає, що в окремих періодах у підприємства очікується тимчасовий надлишок грошових коштів, то слід прийняти рішення стосовно їх раціонального використання, зокрема вкладення в легколіквідні прибуткові інвестиції.

Управління поточними фінансовими вкладеннями слід узгоджувати із політикою оптимізації залишків грошових коштів на банківських рахунках та формування резервів ліквідності. Тут фінансисту у пригоді можуть стати широко відомі в світі моделі управління вільними залишками грошових коштів на поточних рахунках: модель Баумоля, модель Міллера-Орра та модель Баранека. Згідно з цими моделями рішення щодо обсягів та кількості операцій у рамках поточних інвестицій слід приймати, враховуючи такі чинники:

- прогнозовані доходи від поточних фінансових інвестицій;
- накладні витрати, пов'язані із здійсненням інвестицій і дезінвестицій;
- величину втрачених доходів у разі зберігання залишків коштів на рахунок в банку (за відсутності інвестицій).

8.4 Оцінка доцільності фінансових інвестицій

Серед численних методів і прийомів аналізу доцільності вкладень у ті чи інші об'єкти фінансових інвестицій виокремлюють дві основні групи методів. Перша призначена для оцінки інвестицій в активи з фіксованою ставкою дохідності та визначеним строком їх утримання. До таких об'єктів інвестування належать вкладення в облігації з фіксованим процентом, привілейовані акції, депозитні сертифікати, векселі тощо. Друга група методів призначена для оцінки фінансових вкладень з чітко невизначеною нормою прибутковості та строками інвестування, якими є насамперед інвестиції в акції, інші види корпоративних прав.

При прийнятті інвестиційних рішень інвестори порівнюють очікувані доходи від вкладання коштів у даний об'єкт капіталовкладень, з доходами від інших, альтернативних можливостей інвестування. При цьому розрізняють два основні підходи до оцінки інвестицій:

- статичний аналіз: усі показники, які характеризують об'єкт інвестування, розглядаються в короткостроковому періоді; при розрахунках використовуються величини, зафіксовані в певний проміжок часу (факт зміни вартості грошей у часі не враховується);

- динамічний аналіз: показники аналізуються в динаміці, з урахуванням зміни вартості грошей у часі за ряд періодів.

При оцінці фінансових інвестицій здебільшого використовують методи, які дають можливість дослідити показники, що характеризують об'єкт інвестицій у динаміці. До основних з таких методів належать: метод дисконтування майбутніх доходів та метод внутрішньої норми прибутковості.

8.4.1 Оцінка доцільності вкладень в інвестиції з фіксованою ставкою дохідності

Метод дисконтування Cash-flow

Метод дисконтування Cash-flow називають також методом розрахунку внутрішньої (потенційної) вартості інвестиції. У разі використання цього методу відповідні інвестиційні рішення приймаються на основі порівняння абсолютних величин: теперішньої вартості вхідних і вихідних грошових

потоків, які є наслідком інвестиційних вкладень. При цьому ставка дисконтування, яка застосовується при розрахунках теперішньої вартості, є заданою і відповідає ставці дохідності за можливими альтернативними вкладеннями.

Доцільність фінансових інвестицій в окремі об'єкти визначається шляхом приведення до теперішньої вартості очікуваних чистих грошових потоків (Cash-flow) від здійснення інвестицій та зіставлення сумарної величини цих потоків із собівартістю інвестицій (грошових виплат на придбання інвестиції). Вартість інвестиції визначається за таким алгоритмом:

$$C_0 = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} - E_0, \quad (8.1)$$

де C_0 — вартість інвестиції; CF — чистий грошовий потік (Cash-flow) від здійснення інвестиції; E_0 — собівартість інвестиції; r — коефіцієнт, який характеризує ставку дисконтування ($r = p/100 \%$); p — ставка дисконтування (ставка дохідності за найкращою (або середньою) з альтернативних можливостей вкладення коштів на ринку); складається з двох компонентів: фіксованої ставки за безризиковими вкладеннями та середньоринкової премії за ризик; n — період, протягом якого кошти вкладаються у фінансові інвестиції (кількість інтервалів, за які нараховуються доходи).

Якщо керуватися критерієм прибутковості, рішення щодо інвестиційних вкладень може бути прийняте, якщо вартість інвестиції є не менше нуля ($C_0 > 0$). У такому разі рентабельність фінансових інвестицій дорівнюватиме або перевищуватиме ставку рентабельності за альтернативними вкладеннями на ринку. У разі наявності багатьох альтернативних вкладень перевага віддається тому фінансовому інструменту, вартість якого є найвищою.

Охарактеризований метод оцінки інвестицій є універсальним і може використовуватися як для оцінки фінансових, так і реальних інвестицій. Разом з тим його застосування є проблематичним у разі ускладнень із прогнозуванням майбутніх грошових потоків від інвестицій та у разі невизначеності строків, на які вкладаються кошти. За наявності інфляційних очікувань наведені розрахунки слід скоригувати на прогнозний рівень інфляції, зокрема номінальну ставку дохідності в плановому періоді слід привести до реальної (з урахуванням індексу інфляції).

Метод ефективної ставки процента

Розрахунок ефективної ставки процента здійснюється як при оцінці доцільності інвестицій, та і при визначенні їх вартості для відображення у фінансовому обліку. При цьому застосовують різні концепції розрахунку ефективної ставки.

Ефективна ставка процента за фінансовими інвестиціями — це реальна ставка дохідності (рентабельність) інвестиційних вкладень за визначений період. Цей показник характеризує рентабельність інвестиційних вкладень, розраховується як відношення річного процента за вкладеннями (скоригованого

на середньорічну суму дисконту (+) чи премії (–) до величини вкладень (собівартості інвестицій).

Метод ефективної ставки процента застосовується для оцінки фінансових вкладень з фіксованою ставкою дохідності (облігації, привілейовані акції, депозитні сертифікати тощо). При цьому може використовуватися як статичний, так і динамічний підхід.

За статичного підходу вигідність інвестицій визначається на основі порівняння ефективної ставки процента за кількома альтернативними об'єктами інвестування. Перевага віддається тим інвестиціям, які характеризуються вищою рентабельністю.

Якщо погашення інвестицій здійснюється в кінці періоду і вони придбані з дисконтом, тобто за ціною, нижчою, ніж ціна погашення, то інвесторам доцільно використати такий алгоритм розрахунку ефективної ставки процента (Re):

$$Re = \frac{i + d/n}{K_e} \cdot 100 \% \quad (8.2)$$

де d — дисконт, виражений у процентах ($K_n - K_e$); i — фіксована процентна ставка; K_e — курс емісії (собівартість інвестицій), %; K_n — курс погашення інвестицій, %.

У разі, якщо фінансові інвестиції придбані з премією, тобто за ціною, вищою, ніж ціна їх погашення, то формула 8.2 набуде такого вигляду:

$$Re = \frac{i - g/n}{K_e} \cdot 100 \% \quad (8.3)$$

де g — премія, з якою придбані інвестиції ($K_e - K_n$).

Звичайно, у разі необхідності у зазначених формулах можуть використовуватися не лише відносні, а й абсолютні величини. Приклади розрахунку ефективної ставки процента наведені в розд. 6 при дослідженні умов емісії та погашення облігацій. Завдяки розрахунку ефективної ставки процента можна знайти наближене значення рентабельності вкладень. Недоліком використання цього методу оцінки є те, що він не враховує чинник зміни вартості грошових потоків у часі. Усунути його можна, вдавшись до розрахунку внутрішньої ефективної ставки процента.

Метод визначення внутрішньої норми прибутковості (internal rate of return, IRR) при оцінці інвестицій передбачає розрахунок відносного показника — ставки дохідності, за якої вартість інвестиції дорівнює нулю (теперішня вартість усіх грошових видатків на здійснення інвестиції дорівнює теперішній вартості всіх грошових надходжень від цієї інвестиції). Ця ставка відповідає мінімальній ставці рентабельності, за якої пріоритет може надаватися альтернативним вкладенням на ринку.

Правило прийняття інвестиційних рішень за цим методом формулюється таким чином: перевага повинна віддаватися тому об'єкту інвестицій, внутрішня

норма прибутковості за яким є більшою, ніж середня ставка дохідності за альтернативними вкладеннями на ринку капіталів.

Для розрахунку внутрішньої норми прибутковості у формулу 8.1 замість Co підставимо нуль, а замість r — коефіцієнт, який характеризує внутрішню ставку дохідності (re), оскільки саме за нульової внутрішньої вартості інвестицій їх норма дохідності дорівнює середній ставці дохідності за альтернативними вкладеннями. Методом передбачено, що шукану процентну ставку можна розрахувати на основі зіставлення вартості інвестицій за двох пробних варіантів ставок дисконтування (re_1 ; re_2), які підбираються таким чином, що в інтервалі між re_1 та re_2 вартість інвестиції змінює своє значення з «+» на «-», і навпаки. На основі перетворень у формулі 8.1 отримаємо алгоритм, який рекомендується використовувати для розрахунку внутрішньої норми прибутковості:

$$re = re_1 - Co_1 \cdot \frac{re_2 - re_1}{Co_2 - Co_1}, \quad (8.4)$$

де Co_1 ; Co_2 — внутрішня вартість інвестиції за різних варіантів ставки дисконтування.

Якщо $re > r$, то інвестиції в аналізований об'єкт вигідні. З метою апробації цього методу розглянемо умовний приклад.

За наявності кількох альтернативних об'єктів інвестування перевага віддається тому, внутрішня ставка процента за яким є вищою.

У практиці фінансової діяльності суб'єктів господарювання у країнах з розвинутими ринковими інституціями охарактеризований метод оцінки інвестицій на сьогоднішній день є найуживанішим.

Ризик зміни процентних ставок і дюрація

Період, на який інвестор планує вкласти кошти у цінні папери, не завжди збігається з періодом обігу цих цінних паперів. У такому разі інвестиційні вкладення реалізуються за ринковим курсом. Цей курс значною мірою залежить від процентних ставок на ринку капіталів. Якщо вони зростають, курс цінних паперів з фіксованою номінальною ставкою процента падає, і навпаки. Отже, у разі зміни процентних ставок на ринку капіталів інвестор, який здійснив фінансові вкладення в цінні папери з фіксованою ставкою дохідності, зазнає ризику курсових втрат.

Найважливішим інструментом оцінки ризику зміни процентних ставок та його нейтралізації є розрахунок показника дюрації. Дюрація характеризує середньозважений період, протягом якого інвестор може амортизувати собівартість інвестиції, тобто отримати початкову суму фінансових вкладень. Завдяки показнику дюрації інвестор може дістати інформацію про середній строк, протягом якого кошти будуть заморожені в тому чи іншому об'єкті інвестицій. Для розрахунку цього показника слід скористатися інформацією щодо курсової вартості інвестицій, прогнозованої величини Cash-flow від здійснення інвестиції в розрізі окремих періодів, середніх процентних ставок на

ринку, прогностного періоду володіння інвестицією та періоду обігу цінних паперів. Дюрація розраховується за таким алгоритмом:

$$D = \frac{\sum_{t=1}^n tCF_t(1+r)^{-t}}{\sum_{t=1}^n CF_t(1+r)^{-t}}, \quad (8.5)$$

де D — показник дюрації (кількість періодів); t — порядковий номер періоду здійснення платежу ($t \Rightarrow n$); CF_t — чистий грошовий потік від інвестиції в періоді t ; r — коефіцієнт, який характеризує ринкову ставку дисконту за аналогічними фінансовими вкладеннями.

Чим ближче показник дюрації до планового періоду вкладання коштів, тим меншим є ризик зміни процентних ставок. Значення цього показника за облігації з нульовим купоном збігається зі строком їх погашення. У такому разі зміна процентних ставок на ринку фактично не впливає на ринковий курс цінних паперів.

Зрозуміло, що чим вищою є ефективна ставка процента за інвестиціями та інтенсивнішими грошові потоки від її здійснення (раніше і частіше здійснюватимуться платежі), тим нижчим буде показник дюрації, і навпаки.

Показник дюрації можна розраховувати як щодо окремих цінних паперів, так і стосовно портфеля інвестицій. Дюрація інвестиційного портфеля визначається як сума показників дюрації за окремими складовими портфеля, скоригована на питому вагу ринкової вартості окремих цінних паперів у загальній вартості інвестиційного портфеля.

Стратегія управління ризиками зміни процентних ставок повинна бути побудована таким чином, щоб загальна величина дюрації інвестиційного портфеля збігалася з плановим періодом, на який інвестор планує вкладати кошти. У такому разі ризик зміни процентних ставок нейтралізується.

При використанні показника дюрації як чинника прийняття інвестиційних рішень слід мати на увазі, що він не враховує накладні витрати, пов'язані з інвестиційними вкладеннями.

8.4.2 Оцінка доцільності фінансових інвестицій у корпоративні права

Довгострокове інвестування коштів суб'єктів господарювання у корпоративні права інших підприємств здійснюється переважно з метою поглинання цих підприємств, придбання контролю над ними, одержання доступу до певного сегмента ринку, створення інтегрованих корпоративних структур (концернів, холдингів тощо). Рідше підприємства вкладають кошти в акції, частки інших підприємств на довгостроковий період з метою отримання прибутку у вигляді дивідендів. Це зумовлено тим, що залучений підприємством капітал доцільно вкладати саме в розвиток підприємства, тобто в реальні інвестиції.

Виходячи з головного завдання поточного фінансового інвестування — прибуткове вкладання тимчасово вільних коштів і створення ліквідних резервів, короткострокове інвестування коштів у корпоративні права здійснюється переважно в акції, оскільки цей фінансовий інструмент є наймобільнішим. Проблема для фінансиста полягає в тому, щоб вибрати акції емітента, які є найбільш вигідним об'єктом інвестування з погляду ліквідності, прибутковості та накладних витрат.

Вважається, що рішення відносно придбання акцій слід приймати, провівши їх попередній технічний і фундаментальний аналіз.

Фундаментальний аналіз акцій

Рішення щодо вкладання коштів у ті чи інші корпоративні права може прийматися на основі результатів фундаментального аналізу. Згідно з цим прийомом оцінки фінансових інвестицій їх ринковий курс визначається внутрішньою вартістю підприємства (Intrinsic Value) та його корпоративних прав.

Завданням фундаментального аналізу є визначення реальної внутрішньої вартості акцій. Якщо ця вартість перевищує їх ринкову ціну, то курс акцій є заниженим, а отже, в них можна вкладати кошти. Навпаки, якщо внутрішня вартість акцій є нижче за ринкову ціну, то їх курс завищений, а отже, інвестиції в такі корпоративні права робити не варто. У розпорядженні фінансових аналітиків є численні методи оцінки вартості підприємства (див. розд. 9).

Для розрахунку внутрішньої (об'єктивної) вартості корпоративних прав (акцій), навколо якої коливається їх ринковий курс, слід проаналізувати цілий ряд кількісних та якісних чинників, які характеризують фінансово-господарську діяльність емітента. До основних кількісних факторів, які впливають на внутрішню вартість акцій, належать:

- нинішні та потенційні показники прибутковості;
- величина та структура затрат;
- структура капіталу;
- рівень дивідендних виплат тощо.

Серед якісних чинників, які визначають вартість підприємства в цілому та його корпоративних прав зокрема, виокремлюють:

- якість менеджменту;
- наявність ноу-хау;
- спроможність до інновацій;
- ситуація на ринку та перспективи продуктової програми тощо.

Так само, як і при оцінці інвестицій з фіксованою ставкою дохідності, в процесі фундаментального аналізу акцій розраховуються статичні і динамічні показники.

Серед численних статичних фінансових показників, які характеризують внутрішню вартість корпоративних прав, в аналізі акцій здебільшого використовують:

- балансовий курс корпоративних прав;
- чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію;
- дивіденди на одну просту акцію;

рентабельність акції;

відношення ринкового курсу до чистого прибутку на одну акцію (price earnings ratio, PER);

відношення ринкового курсу акцій до показника Cash-flow на одну акцію (KCF).

Прийняття рішень щодо доцільності інвестування коштів здійснюється на основі порівняння вказаних статичних показників за різними можливими об'єктами інвестування, а також за ряд минулих періодів. Особливо придатними для цього вважаються два останні показники: PER та KCF.

Прогнозування майбутнього курсу акції на основі PER уперше застосував у 1960 р. американський економіст С. Ніколсон. Проведені в США та Західній Європі емпіричні дослідження показують, що курс акції з нижчим значенням PER має кращу динаміку порівняно з тими, в яких PER є вищим. Особливо чітко ця тенденція проявляється в короткостроковому періоді.

За додатковий критерій при оцінці внутрішньої вартості акцій досить часто використовують показник KCF. Чим меншим є значення цього показника, тим вищою є внутрішня вартість акцій. Вважається, що показник KCF дає об'єктивнішу картину потенціалу прибутковості підприємства, оскільки враховує різні методики визначення чистого прибутку та нарахування амортизації, які передбачені різними вимогами до складання фінансової звітності. Завдяки цьому він дозволяє порівнювати привабливість акцій у міжнародному вимірі. Наприклад, аналіз акцій на основі порівняння показника PER відносно однакових американських та японських підприємств показує суттєвий розрив між значеннями цього показника, що пояснюється застосуванням різних підходів при визначенні чистого прибутку та нарахуванні амортизації. Якщо ж для порівняння використати показник KCF, то розрив між параметрами акцій відповідних підприємств суттєво зменшується. Фінансистам слід ураховувати той факт, що інформативність показника KCF знижується при міжгалузевому порівнянні. Це зумовлено різним рівнем фондомісткості, а отже, інтенсивністю нарахування амортизації підприємствами різних галузей.

Оцінка акцій на основі аналізу окремих показників не потребує застосування складних фінансово-математичних розрахунків і значних витрат часу. Однак інвестиційні рішення повинні прийматися з урахуванням значення не одного, а комплексу показників. Оцінка доцільності інвестицій в акції на основі поєднання багатьох комбінованих показників здійснюється в процесі статистичного регресійного аналізу (див. розд. 11).

Значна кількість моделей оцінки вартості акцій, які застосовуються в процесі фундаментального аналізу, базуються на концепції теперішньої вартості майбутніх грошових потоків (Net Present Value). Методологія теперішньої вартості була вже застосована нами при оцінці доцільності вкладень в інвестиції з фіксованою процентною ставкою. Згідно з цією концепцією, яка вперше сформульована ще в 1938 р. американським економістом Д. Вільямсом, курс акції визначається її внутрішньою (потенційною) вартістю, яка, в свою чергу, розраховується приведенням до теперішньої вартості всіх майбутніх доходів інвестора, які можуть генеруватися

цією акцією (доходи можуть бути у вигляді дивідендів, приросту курсової вартості акцій та ціни переважних прав на придбання додаткових акцій).

При вкладанні коштів в акції на визначений період їх внутрішня вартість може бути розрахована за таким алгоритмом:

$$K_0 = \frac{R_1}{1+r} + \frac{R_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{R_n}{(1+r)^n} + \frac{Kn}{(1+r)^n} =$$

$$= \sum_{t=1}^n \frac{Rt}{(1+r)^t} + \frac{Kn}{(1+r)^n}, \quad (8.6)$$

де K_0 — теперішня (внутрішня) вартість акції; Rt — чистий грошовий потік, генерований акцією в певному періоді $t \Rightarrow n$; Kn — ціна, за якою акція може бути реалізована в плановому періоді n ; r — коефіцієнт, який характеризує ставку дисконтування; n — період, в якому погашається фінансова інвестиція.

У разі, якщо кошти інвестуються в акції на невизначено тривалий період ($t \Rightarrow \infty$), то теперішня вартість грошових коштів, які можуть бути отримані в результаті продажу акції, суттєво не впливає на її внутрішню вартість. У такому разі рекомендується застосовувати такий алгоритм розрахунку внутрішньої вартості акцій:

$$K_0 = \frac{R_1}{1+r} + \frac{R_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{R_\infty}{(1+r)^\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Rt}{(1+r)^t}. \quad (8.7)$$

Якщо кошти вкладаються в акції на невизначений період ($t \Rightarrow \infty$) і емітент проводить політику виплати стабільних доходів (дивідендів), тобто $R_1 = R_2 = \dots = R_n$, то розрахунок внутрішньої вартості акцій у рамках фундаментального аналізу здійснюють за такою формулою:

$$K_0 = R \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^t} = \frac{R}{r}. \quad (8.8)$$

Проблематика практичного використання наведених формул полягає у точності прогнозування грошових доходів та правильності визначення ставки дисконтування.

Технічний аналіз акцій

Технічний аналіз акцій ґрунтується на вивченні тенденцій розвитку ринкового курсу цінних паперів на основі побудови графіків і таблиць, що характеризують динаміку ціноутворення акцій у попередніх періодах. Завдяки побудові кривих розвитку курсової вартості, аналізу ринкових індексів і рейтингів фінансові аналітики роблять прогнози щодо майбутнього курсу акцій і визначають найсприятливіші проміжки часу для їх купівлі-продажу з погляду можливостей отримання прибутку у вигляді курсових різниць. Базова концепція технічного аналізу звучить таким чином: існує деякий взірць, за

яким відбувався розвиток курсу акцій у минулому, тож і майбутня динаміка курсу також буде побудована за згаданим взірцем.

У процесі технічного аналізу фінансисти, як правило, не роблять акцент на внутрішні чинники, які впливають на курс акцій, зокрема показники внутрішньої вартості підприємства, структуру його капіталу, позиції на ринку, виробничу програму тощо. Основним джерелом аналітичної інформації при цьому є інформація, що генерується ринком цінних паперів. Як уже зазначалося в розд. 3, на ринковий курс акцій, окрім інформації про фінансово-господарську діяльність підприємства, впливає цілий ряд зовнішніх чинників, зокрема політичні, психологічні, спекулятивні, загальноекономічні та ін.

Розрізняють дві основні групи методів і прийомів технічного аналізу. Перша група досліджує базові тенденції на фондовому ринку чи окремому його сегменті (аналіз фондового індексу чи індексу активності в розрізі окремих галузей). Друга група призначена для аналізу тенденцій розвитку ринкового курсу акцій окремого емітента.

Духовним батьком технічного аналізу акцій вважається американський економіст Ч. Доу, який уперше спробував пояснити існуючі на біржі тенденції на основі побудови відповідних діаграм (Charts). Графічне зображення динаміки курсу окремої акції, фондового індексу окремої галузі чи ринку в цілому вважається найважливішим інструментом технічного аналізу.

У теорії і практиці можна зустріти численні види діаграм, які рекомендується застосовувати в процесі аналізу: лінійчаті, фігурні, стовпцеві тощо. Інформативність відповідних діаграм підвищується, якщо разом з динамікою курсової вартості наводяться показники обороту по ринку в цілому чи в розрізі окремих цінних паперів. Паралельне зростання ринкового курсу і обороту свідчить про позитивні тенденції. Якщо ж курс зростає, а оборот — навпаки, то це може свідчити про певний рівень невизначеності, яка існує на ринку, і про те, що незабаром курс змінить тенденцію. У разі, якщо курс знижується, а обсяги зростають, то це може сигналізувати про майбутню зміну тенденції: з падіння на підвищення курсу.

Першим кроком у ході технічного аналізу акцій є оцінка ситуації на фондовому ринку в цілому. Інвестор повинен з'ясувати, на якій стадії перебуває ринок: зростання, падіння чи у стані нейтральної фази. На основі своєї теорії Ч. Доу запропонував практичний спосіб оцінки ситуації на фондовому ринку — розрахунок індексу ділової активності. Найвідомішими на сьогоднішній день є такі фондові індекси: Dow Jones Industrial Index; S&P 500; Nasdaq (усі США); Deutsche Aktienindex = DAX (Німеччина); Dow-Jones — EURO-STOXX (Європа); Nikkei (Японія); CAC 40 (Франція); SMI = Schweizer Börsenindizes (Швейцарія); FT-SE 100 (Великобританія).

Висновки щодо ситуації на ринку робляться на основі оцінки тренду (тенденції до падіння чи зростання) та циклічних коливань курсової вартості. Для цього використовують різні статистичні методи, найпоширенішим серед яких є побудова динамічного ряду ковзних середніх. Сигналом до вкладання коштів у фондові інструменти є початок фази зростання фондового індексу. Для одержання прибутку у вигляді курсових різниць слід завчасно продати

акції. Саме тому важливим елементом технічного аналізу є правильне визначення строків падіння ділової активності.

Для оцінки розвитку курсової вартості окремої акції застосовують графічний трендовий аналіз, побудову лінії підтримки і опору та метод ковзної середньої.

Трендовий аналіз окремої акції побудований на гіпотезі, що графічно визначений тренд зберігається протягом певного часу. Отже, упродовж цього часу курс акцій має тенденцію до руху у певному напрямку. Лінія тренду будується шляхом поєднання двох або більше мінімумів за зростаючого тренду, відповідно двох чи більше максимумів за спадаючого. У разі, якщо поточний курс акцій «прориває» лінію тренду, то це є свідченням можливої зміни тенденцій на ринку, що, в свою чергу, сигналізує про:

а) доцільність інвестування коштів у акції — якщо курс акції перетинає спадаючу лінію тренду в бік збільшення і це супроводжується зростанням обсягів торгів;

б) доцільність продажу акцій — якщо поточний курс перетинає зростаючу лінію тренду в бік зменшення, що супроводжується зростанням обороту.

На практиці можливою є ситуація, коли тривалий час курс акцій, незважаючи на суттєві коливання, не перевищує певної верхньої (так званої лінії опору) та нижньої межі (лінії підтримки). Цей феномен пояснюється психологічними мотивами учасників ринку. Курс може вийти за межі зазначених ліній у разі здійснення певних операцій біржовими спекулянтами, появи сприятливих (чи несприятливих) новин, що стосуються об'єкта інвестування.

Окрім охарактеризованих прийомів технічного аналізу, в теорії і практиці можна зустріти й інші підходи. Разом з тим фінансист повинен розуміти, що жоден метод не дає змоги із стопроцентною точністю спрогнозувати майбутній курс акцій.

З метою вироблення оптимальної стратегії в галузі фінансових вкладень в акції на практиці слід поєднувати результати фундаментального та технічного аналізу. Застосувавши прийоми фундаментального аналізу, можна вибрати найпривабливіший об'єкт інвестування, а кваліфіковано провівши технічний аналіз, розробити рекомендації щодо проміжків часу, протягом яких кошти слід вкладати, і коли необхідно здійснювати дезінвестиції.

8.5 Відображення вартості фінансових інвестицій у звітності

Фінансові інвестиції є таким самим активом, як і запаси або основні засоби. Тож вони відображаються в балансі за одночасної відповідності таким умовам:

їх оцінка може бути достовірно визначена;

очікується одержання в майбутньому економічних вигід, пов'язаних з їх використанням.

Придбані (отримані в будь-який інший спосіб) фінансові інвестиції, які не відповідають зазначеним умовам, не можуть бути відображені в балансі.

Оцінка та облік фінансових інвестицій здійснюється в розрізі їх окремих об'єктів, а не в рамках портфеля інвестицій. Стандартами бухгалтерського обліку передбачено три основні методи оцінки інвестицій для відображення їх у фінансовій звітності:

- 1) оцінка фінансових інвестицій за справедливою вартістю;
- 2) метод ефективної ставки процента при оцінці фінансових інвестицій;
- 3) метод участі в капіталі.

Фінансові інвестиції оцінюються і відображаються в бухгалтерському обліку за собівартістю, яка, в свою чергу, складається з ціни придбання інвестицій, комісійних винагород, мита, податків, зборів, обов'язкових платежів та інших витрат, безпосередньо пов'язаних з придбанням фінансової інвестиції. У разі, якщо придбання фінансових інвестицій здійснюється шляхом обміну на цінні папери власної емісії (чи інші активи підприємства), то собівартість фінансової інвестиції визначається за справедливою вартістю переданих цінних паперів (чи відповідних активів).

Справедлива вартість — це сума, за якою може бути здійснено обмін активу або оплата зобов'язання у результаті операції між поінформованими, заінтересованими і незалежними сторонами. Інакше кажучи, справедлива вартість — це реальна ринкова вартість активу.

Оцінка фінансових інвестицій за справедливою вартістю. Фінансові інвестиції (окрім тих, які утримуються підприємством до їх погашення або обліковуються за методом участі в капіталі) відображаються на дату балансу за справедливою вартістю. Цей метод обліку фінансових інвестицій є найпростішим і застосовується передусім до поточних фінансових інвестицій та інших вкладень, справедливу вартість яких можна достовірно визначити на основі аналізу операцій з купівлі-продажу відповідних інвестицій на ринку. Справедливою вартістю цінних паперів є їх поточна ринкова вартість на фондовому ринку, а за її відсутності — експертна оцінка. Підтвердженням справедливої вартості цінних паперів може бути виписка про їх ціну за результатами торгів на біржі. Для визначення справедливої вартості може бути також використана інформація щодо котирування активів, які є предметом інвестування.

У разі, якщо справедлива вартість фінансових інвестиції на дату складання звітності перевищує їх балансову вартість, то сума збільшення відображається у складі інших фінансових доходів із відповідною переоцінкою балансової вартості інвестицій. Якщо ж справедлива вартість є меншою за балансову, то відбувається уцінка фінансових інвестицій з відображенням відповідних витрат за статтею «інші витрати» звіту про фінансові результати.

Однак не за всіма видами фінансових інвестицій можна достовірно визначити їх справедливу (ринкову) ціну. У такому разі інвестиція відображається на дату балансу за її собівартістю з урахуванням зменшення корисності інвестиції, що, в свою чергу, відбувається в результаті нарахування амортизації собівартості інвестиції.

Метод ефективної ставки процента. Як уже зазначалося, розрахунок ефективної ставки процента використовується не лише при оцінці доцільності інвестицій, а й при визначенні вартості, за якою вони відображаються у фінансовій звітності. В останньому випадку розрахунок ефективної ставки процента має свої особливості. Він здійснюється інвесторами з метою визначення амортизованої собівартості фінансових інвестицій, яка відображається у звітності. Різниця між собівартістю та вартістю погашення інвестиції (дисконт або премія при придбанні) з урахуванням нарахованих процентів поступово амортизується інвестором протягом періоду з дати придбання до дати їх погашення за методом ефективної ставки процента.

Метод ефективної ставки процента — метод нарахування амортизації дисконту або премії, за яким сума амортизації визначається як різниця між доходом за фіксованою ставкою процента і добутком ефективної ставки та амортизованої вартості на початок періоду, за який нараховується процент.

Сума амортизації дисконту або премії нараховується одночасно з нарахуванням процента (доходу від фінансових інвестицій), що підлягає отриманню, та відображається у складі інших фінансових доходів або інших фінансових витрат відповідно з одночасним збільшенням або зменшенням балансової вартості фінансових інвестицій.

Амортизована собівартість фінансової інвестиції — це собівартість фінансової інвестиції з урахуванням часткового її списання внаслідок зменшення корисності, яка збільшена (зменшена) на суму накопиченої амортизації дисконту (премії).

Алгоритм розрахунку ефективної ставки процента за інвестиціями з дисконтом має такий вигляд:

$$Red = \frac{i + d/n}{(K_e + K_n) : 2} \cdot 100 \% \quad (8.9)$$

Якщо кошти вкладаються з премією, то ефективну ставку процента рекомендується розраховувати за такою формулою

$$Rep = \frac{i - g/n}{(K_e + K_n) : 2} \cdot 100 \% \quad (8.10)$$

Зрозуміло, що використання середньої величини собівартості інвестиції та вартості її погашення у наведених формулах не дає об'єктивної картини про реальну ставку дохідності інвестиційних вкладень. Завдяки цьому прийому ефективна ставка процента за інвестиціями з дисконтом дещо занижується, а за інвестиціями з премією — завищується. Результатом застосування такого механізму нарахування амортизованої собівартості інвестицій нарахована сума амортизації інвестицій є відповідно заниженою чи завищеною.

Охарактеризований метод застосовується здебільшого для обліку фінансових інвестицій, що утримуються підприємством до їх погашення. Як

правило, це довгострокові фінансові вкладення, наприклад в облігації чи привілейовані акції інших підприємств.

Оцінка фінансових інвестицій за методом участі в капіталі. За цим методом оцінюються фінансові інвестиції в асоційовані та дочірні підприємства, а також у спільну діяльність зі створенням юридичної особи. Облік фінансових інвестицій слід вести за методом участі в капіталі, якщо інвестор володіє часткою статутного капіталу підприємства — об'єкта інвестування, яка перевищує 25 %, та/або має суттєвий вплив при прийнятті рішень стосовно ключових питань господарської діяльності об'єкта інвестування.

Метод участі в капіталі — це метод обліку фінансових інвестицій, згідно з яким балансова вартість інвестицій відповідно підвищується або знижується на суму збільшення чи зменшення частки інвестора у власному капіталі об'єкта інвестування.

Фінансові інвестиції, що обліковуються за методом участі в капіталі, на дату балансу відображаються за вартістю, що визначається з урахуванням зміни загальної величини власного капіталу об'єкта інвестування (крім тих, що є результатом операцій між інвестором і об'єктом інвестування). Інакше кажучи, якщо підприємство, в яке здійснено фінансові вкладення, засвідчує у своєму балансі збільшення окремих позицій власного капіталу (резервний капітал, нерозподілений прибуток, статутний чи додатковий капітал), що приводить до збільшення загальної суми власного капіталу, то в інвестора балансова вартість відповідних інвестицій збільшується пропорційно до частки участі в капіталі об'єкта інвестицій.

Балансова вартість фінансових інвестицій збільшується (зменшується) на суму, що є часткою інвестора в чистому прибутку (збитку) об'єкта інвестування за звітний період, із включенням цієї суми до складу доходу (втрат) від участі в капіталі. У разі нарахування дивідендів інвесторам, балансова вартість фінансових інвестицій зменшується на суму встановлених дивідендів від об'єкта інвестування.

Балансова вартість фінансових інвестицій збільшується (зменшується) на частку інвестора в сумі зміни загальної величини власного капіталу об'єкта інвестування за звітний період. При цьому дана сума включається (виключається) до іншого додаткового капіталу інвестора або до додаткового вкладеного капіталу, якщо зміна величини власного капіталу об'єкта інвестування виникла внаслідок розміщення (викупу) акцій (часток), що призвело до виникнення (зменшення) емісійного доходу об'єкта інвестування. Якщо сума зменшення частки капіталу інвестора в сумі зміни загальної величини власного капіталу об'єкта інвестування (в результаті згаданих операцій) перевищує додатковий капітал інвестора, то на таку різницю зменшується нерозподілений прибуток і відповідно збільшується непокритий збиток інвестора.

Зменшення балансової вартості фінансових інвестицій відображається в бухгалтерському обліку тільки на суму, що не призводить до від'ємного значення вартості фінансових інвестицій. Фінансові інвестиції, які внаслідок

зменшення їх балансової вартості досягають нульової вартості, відображаються в бухгалтерському обліку у складі фінансових інвестицій за нульовою вартістю.

Фінансові інвестиції, що обліковуються за методом участі в капіталі на дату балансу, відображаються за вартістю, що визначається з урахуванням усіх змін у власному капіталі об'єкта інвестування, крім тих, що є результатом операцій між інвестором та об'єктом інвестування.

Тема 9 Оцінка вартості підприємств

Економічна сутність оцінки вартості підприємства. Необхідність, завдання та принципи оцінки вартості підприємства. Вартість підприємства і середньозважена вартість капіталу (Weighted Average Cost of Capital).

Методичні підходи до оцінки вартості підприємства. Методи, засновані на оцінці потенційних грошових потоків та доходів підприємства: метод дисконтування чистих грошових потоків; метод капіталізації доходу. Ставка дисконту та ставка капіталізації. Майновий (витратний) підхід. Ринковий підхід в оцінці вартості підприємства: зіставлення мультиплікаторів і порівняння транзакцій.

Практична робота з оцінки вартості підприємства. Порядок здійснення оцінки. Звіт про оцінку вартості підприємства.

9.1 Необхідність, завдання і принципи експертної оцінки вартості підприємства

Вартість бізнесу — це вартість діючого підприємства або вартість 100 % корпоративних прав у діловому підприємстві. Необхідність оцінки вартості підприємства виникає в основному у таких випадках:

під час інвестиційного аналізу у ході прийняття рішень про доцільність інвестування коштів у те чи інше підприємство, у т. ч. при здійсненні операцій М&А (поглинання і приєднання);

у ході реорганізації підприємства (мета оцінки — визначення бази для складання передавального чи розподільного балансу, а також для встановлення пропорцій обміну корпоративних прав);

у разі банкрутства та ліквідації підприємства (оцінка проводиться з метою визначення вартості ліквідаційної маси);

у разі продажу підприємства як цілісного майнового комплексу (мета оцінки — визначення реальної ціни продажу майна);

у разі застави майна та при визначенні кредитоспроможності підприємства (мета оцінки — визначити реальну вартість кредитного забезпечення);

у процесі санаційного аудиту при визначенні санаційної спроможності (оцінка вартості майна проводиться з метою розрахунку ефективності санації);

під час приватизації державних підприємств (метою оцінки є визначення початкової ціни продажу об'єкта приватизації).

Оцінка вартості підприємства, його майна належить до найскладніших питань фінансів підприємств. Особливо відзначаються оцінка вартості

підприємства як цілісного майнового комплексу та оцінка корпоративних прав суб'єкта господарювання, якщо дані права не котируються на біржі. Хоча вартість підприємства інколи може дорівнювати ринковій вартості його активів, слід розуміти, що ці поняття є різними. У першому випадку йдеться насамперед про вартість, що може бути створена в результаті функціонування бізнесу. Оцінка підприємства здійснюється, як правило, на базі ринкової вартості — ймовірної суми грошей, за яку можливі купівля-продаж об'єкта оцінки на ринку.

Організаційне, методичне та практичне забезпечення проведення оцінки вартості підприємств здійснюють особи, що займаються професійною оцінною діяльністю — оцінювачі та суб'єкти оцінної діяльності.

З метою вироблення уніфікованих підходів до методології та порядку проведення оцінювання в 1981 р. був створений Міжнародний комітет зі стандартів оцінки вартості майна. Ним було розроблено ряд стандартів оцінювання:

МСО 1 «Ринкова вартість як база оцінки»;

МСО 2 «Бази оцінки, відмінні від ринкової вартості»;

МСО 3 «Оцінка з метою фінансової звітності та суміжної документації»;

МСО 4 «Оцінка забезпечення позики, застави і боргових зобов'язань»;

Правило № 1 «Концепція оцінки діючого підприємства»;

Правило № 2 «Врахування шкідливих і токсичних речовин під час оцінки»;

Правило № 3 «Оцінка основних виробничих засобів, машин та устаткування»;

Правило № 4 «Оцінка бізнесу».

Вітчизняним законодавством при оцінці вартості майна та підприємства в цілому рекомендовано керуватися Законом України «Про оцінку майна, майнових прав і професійну оціночну діяльність в Україні», методикою оцінки вартості майна під час приватизації, положеннями (національними стандартами) експертної оцінки, нормативними актами Фонду державного майна.

У літературних джерелах, нормативних актах наводяться численні принципи, яких слід дотримуватися при здійсненні оцінки вартості підприємства. До основних з них слід віднести такі:

принцип заміщення — полягає в тому, що покупець не заплатить за об'єкт більше, ніж існуюча мінімальна ціна за майно з аналогічною корисністю;

принцип корисності — зводиться до того, що об'єкт має вартість лише тоді, коли він є корисним для потенційного власника (корисність може бути пов'язана з очікуванням майбутніх доходів чи інших вигід);

принцип очікування — інвестор, плануючи вкладати кошти в об'єкт сьогодні, очікує отримати грошові доходи від об'єкта в майбутньому;

принцип зміни вартості — говорить про те, що вартість об'єкта оцінки постійно змінюється в результаті зміни внутрішнього стану та дії зовнішніх факторів;

принцип ефективного використання — полягає в тому, що з усіх можливих варіантів експлуатації об'єкта обирається той, що забезпечує найефективніше використання його функціональних характеристик, а отже, приносить найбільшу вартість;

принцип розумної обережності оцінок — зводиться до того, що під час оцінки оцінювач повинен критично (із розумним упередженням) ставитися до всієї інформації, що стає йому відомою від адміністрації об'єкта оцінки, і, по можливості, перевіряти цю інформацію, звертаючись до незалежних джерел;

принцип альтернативності оцінок — полягає у необхідності використання різних методів оцінки та порівняння показників вартості, отриманих у результаті застосування альтернативних методів.

9.2 Вартість капіталу підприємства

Важливим елементом оцінки вартості підприємства є визначення вартості капіталу, який є в його розпорядженні. Це поняття характеризує ціну залучення підприємством фінансових ресурсів. Інакше кажучи, це винагорода, за яку капіталодавці погоджуються вкласти кошти в дане підприємство. Згідно із сучасними тенденціями в теорії і практиці фінансової діяльності вартість капіталу підприємства рекомендується розраховувати на основі використання так званої моделі середньозваженої вартості капіталу (Weighted Average Cost of Capital = WACC):

$$WACC = K_{вк} \frac{ВК}{К} + K_{пк} \frac{ПК}{К}, \quad (9.1)$$

де $K_{вк}$ — очікувана ставка вартості власного капіталу; $K_{пк}$ — очікувана ставка вартості позичкового капіталу; $К$ — сума капіталу підприємства; $ВК$ — сума власного капіталу; $ПК$ — сума позичкового капіталу.

Середньозважена вартість капіталу показує середню дохідність, якої очікують (вимагають) капіталодавці (власники та кредитори), вкладаючи кошти в підприємство. Вона залежить від структури капіталу, а також ціни залучення капіталу від власників і кредиторів. Зазначену модель можна деталізувати, виокремивши власний і позичковий капітал. Зокрема, вартість власного капіталу можна розраховувати в розрізі капіталу, залученого в результаті емісії простих і привілейованих акцій, реінвестованого прибутку тощо. Позичковий капітал можна поділити на короткострокові та довгострокові банківські позички, комерційні позички, облігаційні позички та ін.

Очікувана ставка вартості позичкового капіталу визначається на основі аналізу фінансових відносин підприємства з його кредиторами і включає всі витрати, пов'язані із залученням позичкового капіталу, в т. ч. процентні платежі, дизажію, різного роду збори тощо. Ця ставка може відповідати кредитній ставці, за якою підприємство залучає (чи може залучити) кредити. За наявності відповідних розрахункових даних ставка вартості позичкового капіталу може обчислюватися за методом внутрішньої норми прибутковості (IRR).

Перед фінансистами досить часто постає питання, як розрахувати вартість позичкового капіталу в частині забезпечення наступних витрат і платежів, поточних зобов'язань за розрахунками тощо, на які не нараховуються проценти (та інші платежі) за їх користування. Можливі два варіанти вирішення цієї проблеми:

згадані складові позичкового капіталу не враховуються при визначенні WACC, тобто в процесі розрахунків загальна сума капіталу зменшується на ці позиції;

урахування зазначених позицій на рівні з іншими фінансовими зобов'язаннями, при цьому застосовується нульова ставка залучення цієї частини капіталу.

Заслужовує на увагу той факт, що в англосаксонській практиці фінансової діяльності домінує перший підхід, тобто при розрахунку середньозваженої вартості капіталу здебільшого враховуються власний капітал та фінансова заборгованість. На практиці при розрахунку вартості залучення позичкового капіталу слід враховувати податковий фактор. Якщо S — податковий мультиплікатор (коефіцієнт, який характеризує ставку податку на прибуток), а проценти за користування позичками відносяться на валові витрати підприємства, то модель визначення середньозваженої вартості капіталу можна уявити в такому вигляді:

$$WACC = K_{вк} \frac{ВК}{К} + (1 - S) K_{пк} \frac{ПК}{К}, \quad (9.2)$$

де ПК — сума позичкового капіталу.

Головна проблема, з якою стикаються фінансисти при застосуванні моделі WACC, полягає у визначенні ціни залучення власного капіталу, зокрема значення очікуваної ставки вартості власного капіталу. Це питання досі не знайшло свого повного вирішення ні в теорії, ні в практиці. Серед можливих способів розрахунку очікуваної ставки вартості власного капіталу можна розглядати такі:

модель оцінки капітальних активів (CAPM), за якої слід скористатися інформацією щодо значення β -коефіцієнта, безризикової процентної ставки та середньої дохідності на ринку (див. розд. 1);

суб'єктивна оцінка: проценти за довгостроковими облігаціями або депозитними вкладками плюс надбавка за специфічні ризики, характерні для даного підприємства (галузі);

використання показника, оберненого до відношення ринкового курсу до чистого прибутку на одну акцію (price earnings ratio, PER);

модель приросту дивідендів (модель Гордона), згідно з якою ціна залучення власного капіталу визначається як відношення прогнозованої суми дивідендів на наступний рік (D_1) до курсу акцій (KA), скоригованого на величину приросту дивідендів (g):

$$K_{вк} = D_1 / KA + g.$$

У процесі оцінки вартості власного капіталу слід чітко виокремлювати очікувану ціну, за яку інвестори будуть згодні вкладати кошти в підприємство, та очікувану рентабельність власного капіталу. Різниця полягає в тому, що

останній показник розраховується з використанням балансової вартості власного капіталу. Натомість ціна залучення власного капіталу визначається на основі ринкових оцінок вартості капіталу підприємства та його доходів.

Наголосимо, що в контексті оцінки вартості підприємства особливе значення показника середньозваженої вартості капіталу (WACC) полягає в тому, що він може використовуватися як ставка дисконтування для приведення майбутніх доходів до теперішньої вартості.

9.3 Методичні підходи до оцінки вартості підприємства

У літературі, присвяченій питанням оцінки вартості підприємств, згадується значна кількість методів і способів такої оцінки. Окремі методи мають ряд модифікацій і різновидів, що створює додаткові складності при їх ідентифікації та використанні. Звідси — необхідність чіткої класифікації методів оцінки вартості майна підприємств.

У зарубіжній та вітчизняній практиці оцінки вартості майна найбільшого поширення дістали три методичні підходи до оцінки вартості підприємства:

- заснований на оцінці потенційних доходів підприємства;
- майновий (витратний);
- ринковий.

У рамках цих підходів розрізняють окремі методи оцінки. Причому жоден з підходів чи методів не має принципових переваг перед іншими. Досить часто в практичній роботі з оцінки вартості підприємства оцінювач застосовує кілька методичних підходів, що найповніше відповідають конкретним умовам, об'єктам та меті оцінки, наявності й достовірності інформаційних джерел для її проведення.

Для розуміння сутності методичних підходів до оцінки вартості підприємства та оптимізації їх застосування звернемося до класичної схеми А. Раппапорта, яка характеризує структурно-логічні взаємозв'язки між окремими компонентами вартості (рис. 9.1).

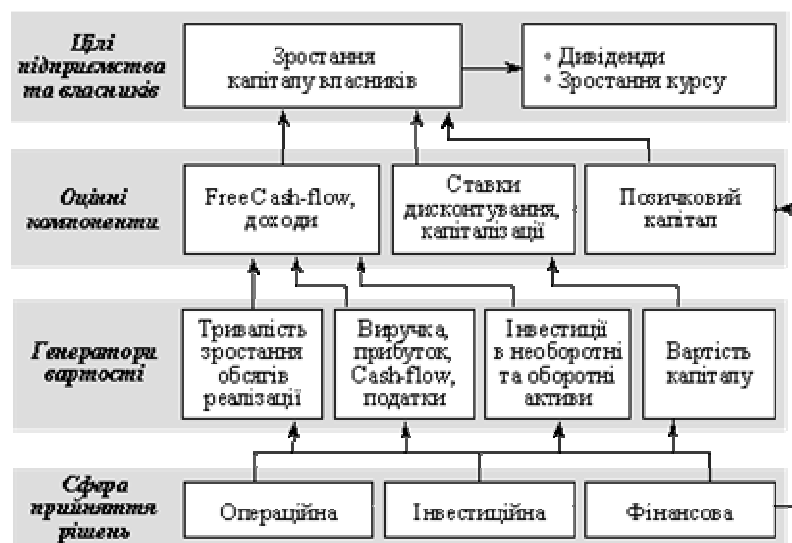


Рисунок 9.1 – Механізм генерування вартості підприємства

9.4 Практична робота з оцінки вартості підприємства

З метою правильної організації роботи щодо оцінки вартості майна необхідно дотримуватися певної послідовності дій та вибрати найоптимальнішу для конкретного об'єкта методику оцінки. В загальному вигляді оцінка вартості підприємства включає такі етапи:

1. Укладання договору на проведення оцінки вартості підприємства. Оцінка виконується на підставі договору між суб'єктом оціночної діяльності (оцінювачем) і замовником оцінки або на підставі відповідної ухвали суду. Замовником оцінки вартості підприємства можуть бути його власники, керівництво, органи державної влади. Перед укладанням угоди (чи перед поданням заявки на тендер щодо участі в оцінці) оцінювач повинен ідентифікувати об'єкт оцінки, мету, ознайомитись із загальною інформацією про підприємство й, у разі необхідності, особисто оглянути об'єкт оцінки.

2. Збір вихідної інформації про об'єкт оцінки. Замовники оцінки повинні забезпечити доступ оцінювача до об'єкта оцінки, отримання ним необхідної та достовірної інформації про підприємство. Під час збору вихідних даних оцінювач повинен зібрати та проаналізувати всі суттєві відомості про об'єкт оцінки, зокрема дані про його правовий стан, техніко-економічні характеристики, інформацію про стан ринку об'єкта оцінки та продукції, яку реалізує підприємство.

3. Вибір та обґрунтування методології оцінки. Обираючи той чи інший методологічний підхід, оцінювач повинен виходити з наявної інформаційної бази, можливостей прогнозування майбутніх грошових потоків (доходів) та розрахунку ставки дисконтування (капіталізації), врахування фактора ризику, наявності банку даних здійснених транзакцій з купівлі-продажу аналогічних підприємств тощо. У практиці оцінювання вартості підприємства найуживанішим вважається метод дисконтування Cash-flow, найменше використовується оцінка на базі балансової вартості активів.

4. Застосування методичних підходів, методів та оцінних процедур.

5. Проведення аудиторської перевірки та інвентаризації майна (якщо це передбачено законодавством чи обраним методологічним підходом). За допомогою інвентаризації виявляється фактична наявність основних засобів, нематеріальних активів, товарно-матеріальних цінностей, цінних паперів, грошових засобів, інших активів у натурі і перевіряється їх відповідність даним бухгалтерського обліку. Результати інвентаризації та аудиторської перевірки беруться оцінювачем до відома, однак вони не обов'язкові при складанні остаточних висновків щодо вартості підприємства.

6. Узгодження результатів оцінки, отриманих із застосуванням різних методичних підходів і методів оцінки. Узгодження відбувається на основі аналізу впливу інформаційних джерел та найістотніших процедур оцінки на достовірність отриманих результатів.

7. Складання звіту про оцінку підприємства та висновку про вартість об'єкта оцінки на дату оцінки. Звіт про оцінку є документом, що містить висновки щодо його вартості та підтверджує виконані оцінювачем процедури з

оцінки підприємства. Вимоги до змісту звіту, порядку його оформлення та рецензування встановлюються положеннями (національними стандартами) оцінки майна.

Звіт про оцінку повинен містити такі основні позиції:

опис об'єкта оцінки;

відомості про мету оцінки та обґрунтування відповідної бази оцінки;

перелік обмежень щодо застосування результатів оцінки;

викладення всіх припущень, у межах яких проводилася оцінка;

опис та аналіз зібраних і використаних вихідних даних під час виконання оцінки;

висновки щодо найефективнішого використання об'єкта оцінки;

викладення змісту використаних методичних підходів, методів та оцінних процедур;

розрахунки, на основі яких зроблено висновок про вартість об'єкта оцінки;

висновок про вартість об'єкта оцінки;

додатки, що включають копії всіх необхідних документів, а також інші інформаційні джерела, які роз'яснюють та підтверджують припущення і проведені розрахунки;

терміни дії звіту та висновку про вартість об'єкта оцінки.

Висновок про вартість об'єкта оцінки повинен містити інформацію про замовника оцінки та виконання звіту про оцінку; назву об'єкта оцінки, його коротку характеристику; зазначення мети та дати оцінки; вказівку про вид вартості та її величину; посилання на використані методичні підходи.

Звіт та висновок підписуються оцінювачами, які безпосередньо проводили оцінку, і скріплюється печаткою та підписом керівника суб'єкта оцінної діяльності.

8. Затвердження результатів оцінки. Звіт про експертну оцінку та висновки щодо вартості підприємства затверджують особи, які є замовниками оцінки.

9. Рецензування звіту про оцінку. З метою контролю за якістю оцінки вартості підприємства та на вимогу особи, яка використовує оцінку та її результати для прийняття фінансово-господарських рішень, а також інших заінтересованих осіб, законодавством передбачена можливість рецензування звіту. Воно полягає в неупередженому та об'єктивному розгляді оцінки вартості підприємства рецензентом, який не має особистої зацікавленості в результатах оцінки і здатен діяти об'єктивно і незалежно від будь-яких осіб, у т. ч. замовників та оцінювачів.

Тема 10 Фінансова діяльність підприємств у сфері зовнішньоекономічних відносин

Компетенції фінансових служб у сфері зовнішньоекономічної діяльності підприємств. Види зовнішньоекономічних операцій. Правила ІНКОТЕРМС. Зовнішньоекономічні ризики.

Регулювання розподілу виручки від зовнішньоекономічної діяльності в іноземній валюті.

Розрахунки при здійсненні зовнішньоекономічних операцій. Правила здійснення розрахунків у сфері зовнішньоекономічної діяльності. Типові платіжні умови зовнішньоекономічних договорів (контрактів). Форфейтинг як спосіб кредитування зовнішньоекономічних операцій.

Митне оформлення та оподаткування зовнішньоторговельних операцій. Основа нарахування податків і платежів, які сплачуються у процесі митного оформлення вантажів.

10.1 Компетенції фінансових служб у сфері зовнішньоекономічної діяльності підприємства

Одним з важливих напрямів діяльності фінансових служб є оптимізація фінансових відносин підприємства при здійсненні зовнішньоекономічних операцій. Зовнішньоекономічна діяльність — діяльність господарюючих суб'єктів України та іноземних суб'єктів господарської діяльності, побудована на взаємовідносинах між ними, що має місце як на території України, так і за її межами. Таким чином, зовнішньоекономічні відносини охоплюють усі операції, пов'язані з оборотом товарів, робіт, послуг, капіталів. Ця діяльність може бути фінансовою, інвестиційною чи операційною.

Зовнішньоекономічні операції в рамках фінансової та інвестиційної діяльності розглядалися в попередніх підрозділах, зокрема був висвітлений порядок залучення внесків іноземних інвесторів у статутний капітал, умови одержання позичок в іноземній валюті, механізм репатріації прибутку тощо. У пропонованому розділі увага акцентується на фінансовому забезпеченні зовнішньоекономічних відносин у рамках операційної діяльності підприємств, пов'язаних насамперед із зовнішньою торгівлею (експорт, імпорт), виробничою кооперацією, лізингом тощо.

До експортних операцій підприємств належать продаж товарів іноземним суб'єктам господарської діяльності з вивезенням або без вивезення цих товарів через митний кордон України, включаючи реекспорт товарів. Реекспорт товарів означає продаж іноземним суб'єктам господарської діяльності та вивезення за межі України товарів, що були раніше імпортовані на територію України.

Імпорт товарів — це купівля (у т. ч. з оплатою в негрошовій формі) українськими суб'єктами зовнішньоекономічної діяльності в іноземних суб'єктів господарської діяльності товарів із ввезенням або без ввезення цих товарів на територію України, включаючи купівлю товарів, призначених для власного споживання установами та організаціями України, розташованими за її межами.

Зовнішньоекономічна діяльність може бути побудована на формах зустрічної торгівлі між резидентами та нерезидентами: бартерні операції, кліринг, паралельні угоди, попередні та зворотні закупки, промислова кооперація.

Найпоширенішою формою зустрічної торгівлі є товарообмінні (бартерні) операції. Вони оформлюються бартерним договором або договором зі змішаною формою оплати, яким часткова оплата експортних (імпортних) поставок передбачена в натуральній формі, між резидентом України та іноземним суб'єктом господарської діяльності, що передбачає збалансований за вартістю обмін товарами, роботами, послугами у будь-якому поєднанні, не опосередкований рухом коштів у готівковій або безготівковій формі.

Операції резидентів, які здійснюються в рамках виконання договорів виробничої кооперації, включають значні за обсягами операції з поставки сировини, матеріалів, вузлів, деталей, запасних частин, заготовок напівфабрикатів, комплектуючих та інших виробів галузевого і міжгалузевого призначення, що технологічно взаємозв'язані і необхідні для спільного виготовлення кінцевої продукції, а також операції з виконання послуг з проектних і ремонтних робіт, технічного обслуговування та здійснення технологічних операцій.

До операцій резидентів, які здійснюються під час виконання договорів консигнації, належать операції з реалізації товарів, відповідно до яких одна сторона (консигнатор) зобов'язується за дорученням іншої сторони (консигнанта) протягом визначеного часу (терміну угоди консигнації) за обумовлену винагороду продати з консигнаційного складу від свого імені товари, які належать консигнанту. При цьому до моменту передачі товарів третій особі їх власником залишається консигнант.

До основних завдань фінансиста в процесі здійснення підприємством зовнішньоекономічних операцій належать:

- вибір найприйнятнішої форми розрахунків та їх організація;
- здійснення операцій з придбання та продажу валюти на валютних аукціонах, валютних біржах та міжбанківському валютному ринку;
- оптимізація фінансових відносин з посередниками (брокерами, агентами, консигнаторами тощо), страховиками та транспортно-експедиційними організаціями при здійсненні зовнішньоекономічних операцій;
- фінансове забезпечення імпортних та експортних операцій;
- визначення умов здійснення товарообмінних операцій, іншої діяльності, побудованої на формах зустрічної торгівлі між підприємством та іноземними суб'єктами господарської діяльності;
- податкове планування при здійсненні зовнішньоекономічних операцій;
- оптимізація фінансових відносин з державними органами, відповідальними за регулювання та контроль зовнішньоекономічних операцій;
- управління ризиками у сфері зовнішньоекономічних відносин.

Особлива увага фінансових служб повинна концентруватися на оцінці та нейтралізації зовнішньоекономічних ризиків. Ці ризики можна класифікувати таким чином:

- транспортні та складські ризики (ризик втрати чи ушкодження товару під час його транспортування);
- ризик зміни курсів валют, в яких здійснюються розрахунки (ризик виникнення збитків у вигляді курсових різниць);

платіжні ризики;

політичні ризики (заборона конвертації та переказу валюти з країни; мораторій чи заборона на виконання боргових зобов'язань суб'єктами господарювання; ризик ембарго; ризик антидемпінгових розслідувань тощо).

У розпорядженні фінансистів є широкий арсенал інструментів щодо нейтралізації зазначених ризиків. До основних із таких інструментів належать страхування ризиків за допомогою страхових компаній (транспортні та складські ризики); хеджування валютних ризиків; валютні кредити; використання спеціальних форм розрахунків, валютно-цінові застереження.

Рівень ризиків суттєво знижується за правильно складеного зовнішньоекономічного контракту. Вітчизняним суб'єктам господарювання рекомендується дотримуватися вимог, установлених Положенням про форму зовнішньоекономічних договорів (контрактів), затвердженим наказом МЗЕЗторгу України від 05.10.95.

При укладанні суб'єктами підприємницької діяльності України всіх форм власності зовнішньоекономічних договорів (контрактів), предметом яких є товари, застосовуються Міжнародні правила інтерпретації комерційних термінів, підготовлені Міжнародною торговою палатою у 1953 р. (Правила ІНКОТЕРМС). Сьогодні діють правила ІНКОТЕРМС у редакції 1990 р., якими передбачено 13 умов поставки, що умовно розбиті на чотири групи (Е, F, C, D).

У систематизованому вигляді параметри окремих груп умов поставки можна охарактеризувати таким чином:

група Е: витрати і ризики переходять до покупця відразу після передачі продавцем товару в розпорядження покупця на своєму підприємстві (складі);

група F: витрати і ризики переходять до покупця після передачі товарів перевізнику чи в порту відвантаження (покупець несе витрати з перевезення);

група C: продавець несе витрати до пункту призначення, однак ризики переходять до покупця після передачі товару перевізнику;

група D: продавець повинен нести всі витрати та ризики доти, доки товар не буде доставлено в країну чи узгоджене місце призначення.

Узгодження умов поставки є важливою складовою управління ризиками при здійсненні зовнішньоекономічних операцій.

10.2 Регулювання розподілу виручки від зовнішньоекономічної діяльності в іноземній валюті

У процесі організації зовнішньоекономічної діяльності, складання фінансових планів фінансові служби підприємств повинні враховувати той факт, що на території України запроваджено обов'язковий розподіл виручки в іноземній валюті від зовнішньоекономічної діяльності між підприємством та Державним валютним фондом України і місцевими валютними фондами. Обов'язковому розподілу підлягає виручка в іноземній валюті від зовнішньоекономічної діяльності всіх суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності, які мають постійне місцезнаходження на території України.

Суб'єкти зовнішньоекономічної діяльності зобов'язані продавати на користь держави частину від загальної суми виручки в іноземній валюті, одержаної ними в результаті зовнішньоекономічної діяльності, за стабільними нормативами, що встановлюються Верховною Радою України. Обов'язковий розподіл виручки в іноземній валюті здійснюється банківськими установами протягом, як правило, кількох наступних днів з моменту надходження коштів.

Обов'язковому продажу не підлягають кошти в іноземній валюті першої групи Класифікатора іноземних валют НБУ:

а) що надходять у вигляді кредитів (позичок, фінансової допомоги) від уповноважених банків та кредитно-фінансових установ, нерезидентів, міжнародних фінансових організацій, а також кошти, переуступлені НБУ уповноваженим банкам за грантом Кредитної установи для відбудови (KfW, Німеччина); суми надходжень в іноземній валюті, які повністю направляються резидентами на погашення заборгованості за цими кредитами, позичками, фінансовою допомогою та зобов'язаннями за договорами міжнародного лізингу. Кошти за залученими від нерезидентів кредитами, позичками, поворотною фінансовою допомогою не підлягають обов'язковому продажу, якщо на проведення таких операцій відповідно до чинного законодавства України отримано гарантію Кабінету Міністрів України, індивідуальну ліцензію або реєстраційне свідоцтво Національного банку України;

б) що перераховуються на територію України з метою здійснення інвестицій;

в) що придбані на міжбанківському валютному ринку України через уповноважені банки та кредитно-фінансові установи протягом строку, встановленого валютним законодавством України для розрахунків з нерезидентами;

г) що були перераховані на користь нерезидента і повернулися у зв'язку з тим, що взаємні зобов'язання повністю або частково не виконані, за умови, що ці кошти не були куплені на міжбанківському валютному ринку України;

г) що надійшли на користь резидентів-посередників за договорами комісії, доручення, консигнації або за агентськими угодами і які підлягають перерахуванню резидентам і нерезидентам (резиденти-посередники здійснюють обов'язковий продаж лише отриманої від нерезидентів комісійної винагороди);

д) що належать уповноваженим банкам та кредитно-фінансовим установам;

е) депозити, що розміщені резидентами в уповноважених банках та кредитно-фінансових установах (включаючи проценти, нараховані за ними), а також інвестиції, здійснені резидентами за межі України, у разі їх повернення власнику;

є) що надходять транспортним організаціям (авіаційним, судноплавним, залізничним, автомобільним) та підприємствам зв'язку від експорту власних послуг та направляються ними на експлуатаційні витрати, пов'язані з обслуговуванням їх транспортних засобів (надання послуг зв'язку) за межами України, а також що надходять риболовецьким суднам та направляються ними

на експлуатаційні витрати, пов'язані з обслуговуванням цих суден за межами України;

ж) що надходять безкоштовно у вигляді добровільних пожертвувань;

з) проценти, нараховані на залишки коштів в іноземній валюті на рахунках резидентів — юридичних осіб.

10.3 Розрахунки при здійсненні зовнішньоекономічних операцій

10.3.1 Правила щодо здійснення розрахунків у сфері зовнішньоекономічної діяльності

Законодавством України визначено, що у розрахунках між резидентами і нерезидентами в межах торговельного обороту як засіб платежу використовується іноземна валюта (1 група Класифікатора іноземних валют НБУ), яка перераховується лише через уповноважені банки.

Здійснення розрахунків між резидентами і нерезидентами в межах торговельного обороту без участі уповноваженого банку або у валюті України без одержання індивідуальної ліцензії НБУ тягне за собою накладання штрафу на резидента в розмірі, еквівалентному сумі валютних цінностей, що використовувалися при розрахунках, перерахованій у валюту України за обмінним курсом НБУ на день здійснення таких операцій (при розрахунках у валюті України — на суму таких розрахунків).

Якщо нерезиденти мають на території України представництва, яким відкрито рахунки типу «Н» або «П» у валюті України, то здійснення розрахунків у валюті України через ці рахунки між резидентами і нерезидентами в межах торговельного обороту не потребує індивідуальної ліцензії НБУ. Використання іноземної валюти в зазначених розрахунках за участю таких представництв є використанням іноземної валюти як засобу платежу на території України і потребує індивідуальної ліцензії НБУ.

У разі відсутності іноземної валюти на рахунках підприємств та необхідності фінансового забезпечення зовнішньоекономічних операцій підприємства можуть доручити банку придбати на їх користь відповідний обсяг валюти. Необхідна умова придбання валюти підприємством — наявність стандартного пакета документів, зокрема заявки на купівлю валюти; контракту (чи кредитного договору); довідки з ДПІ; інших документів, визначених НБУ, ДПІ чи відповідним банком.

Резиденти, які купують іноземну валюту через уповноважені банки для забезпечення виконання зобов'язань перед нерезидентами, повинні здійснювати перерахування таких сум протягом 5 робочих днів з моменту зарахування цих сум на валютні рахунки резидентів. У разі порушення згаданих термінів перерахування коштів придбана валюта продається уповноваженими банками протягом 5 робочих днів на міжбанківському валютному ринку України. При цьому позитивна курсова різниця, що може виникнути за такою операцією, щоквартально направляється до Державного бюджету України, а негативна курсова різниця відноситься на результати господарської діяльності резидента.

Виручка резидентів в іноземній валюті підлягає зарахуванню на їх валютні рахунки в уповноважених банках у терміни виплати заборгованостей, зазначені в контрактах, але не пізніше 90 календарних днів з дати митного оформлення (виписки вивізної вантажної митної декларації) продукції, що експортується, а в разі експорту робіт (послуг), прав інтелектуальної власності — з моменту підписання акта або іншого документа, що засвідчує виконання робіт, надання послуг, експорт прав інтелектуальної власності. Перевищення зазначеного терміну потребує індивідуальної ліцензії НБУ.

Імпортні операції резидентів, які здійснюються на умовах відстрочення поставки, в разі, коли таке відстрочення перевищує 90 календарних днів з моменту здійснення авансового платежу або виставлення векселя на користь постачальника продукції (робіт, послуг), що імпортується, потребують індивідуальної ліцензії НБУ.

При застосуванні розрахунків в імпортних операціях резидентів у формі документарного акредитива терміни щодо надходження товарів діють з моменту здійснення уповноваженим банком платежу на користь нерезидента.

Товари, що імпортуються за бартерним договором, підлягають ввезенню на митну територію України у строки, зазначені в такому договорі, але не пізніше 90 календарних днів з дати митного оформлення (дати оформлення вантажної митної декларації на експорт) товарів, що фактично експортовані за бартерним договором, а в разі експорту за бартерним договором робіт і послуг — з дати підписання акта або іншого документа, що засвідчує виконання робіт, надання послуг.

Порушення згаданих термінів розрахунків тягне за собою стягнення пені за кожний день прострочення у розмірі 0,3 % від суми неоплаченої виручки (митної вартості недопоставленої продукції) в іноземній валюті, перерахованій у грошову одиницю України за валютним курсом НБУ на день виникнення заборгованості.

У разі прийняття судом, Міжнародним комерційним арбітражним судом чи Морською арбітражною комісією при Торгово-промисловій палаті України позовної заяви резидента про стягнення з нерезидента заборгованості, яка виникла внаслідок недотримання нерезидентом строків, передбачених експортно-імпортними контрактами, відповідні терміни зупиняються і пеня за їх порушення в цей період не сплачується.

У разі прийняття судом рішення про відмову в позові повністю або частково або припинення (закриття) провадження у справі чи залишення позову без розгляду відповідні строки поновлюються і пеня за їх порушення сплачується за кожний день прострочення, включаючи період, на який ці терміни було зупинено.

У разі прийняття судом рішення про задоволення позову пеня за порушення термінів розрахунків не сплачується з дати прийняття позову до розгляду судом або арбітражним судом.

Зазначена пеня стягується на користь державного бюджету України за результатами проведених Державними податковими інспекціями документальних перевірок.

У разі перевищення термінів розрахунків за експортно-імпортними операціями, виконання резидентами договорів виробничої кооперації, консигнації, комплексного будівництва, оперативного і фінансового лізингу, поставки складних технічних виробів і товарів спеціального призначення Національний банк України може надавати індивідуальні ліцензії.

Для отримання ліцензії Нацбанку України на подовження термінів розрахунків за експортно-імпортними операціями резидентів суб'єкт звертається до відповідного міністерства чи іншого центрального органу виконавчої влади за висновком щодо віднесення експортно-імпортної операції до договорів виробничої кооперації, консигнації, комплексного будівництва, оперативного та фінансового лізингу, поставки складних технічних виробів або товарів спеціального призначення, який надається у десятиденний термін з моменту подання документів для розгляду. У разі надання позитивного висновку міністерство або інший центральний орган виконавчої влади подає зазначений висновок з обґрунтуванням періоду можливого перевищення терміну розрахунків до ДПА України, яка у п'ятнадцятиденний термін подає до Нацбанку України остаточний висновок щодо можливого подовження цього терміну. На підставі зазначеного висновку Нацбанк України приймає остаточне рішення стосовно видачі ліцензії.

Зазначимо, що порушенням валютного законодавства є невиконання резидентами вимог щодо порядку та термінів декларування валютних цінностей та іншого майна, яке перебуває за межами України, і тягне за собою штраф у сумі, що встановлюється Нацбанком України.

Несвоєчасне подання, приховування або переказування встановленої Нацбанком України звітності про валютні операції тягне за собою накладання штрафу в розмірі 20 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян. Рішення про застосування санкцій приймає начальник (заступник начальника) відповідної податкової інспекції.

10.3.2 Типові платіжні умови зовнішньоекономічних договорів (контрактів)

Платіжні ризики — це основна група ризиків при здійсненні зовнішньоекономічних операцій. До неї належать численні ризики, пов'язані з виникненням безнадійної чи простроченої дебіторської заборгованості як в експортера, так й імпортера, з чого впливає ризик сплати пені за порушення строків розрахунків в іноземній валюті. Для мінімізації цих ризиків слід оптимізувати платіжні умови зовнішньоекономічних контрактів, які включають:

- строки здійснення розрахунків;
- місце виконання платежу;
- спосіб забезпечення платежу для експортера;
- спосіб забезпечення поставки товарів для імпортера.

У практиці фінансової діяльності використовують такі основні способи здійснення розрахунків у рамках зовнішньоекономічних операцій:

- передоплата (авансовий платіж);

документарний акредитив;
документарне інкасо;
платіж по відкритому рахунку.

Розрахунки з використанням акредитиву чи інкасо вважаються документарними (забезпеченими), решта — бездокументарні (незабезпечені). В останньому випадку для здійснення платежу не потрібно пред'являти особливі документи.

Зазначимо, що при виборі способу розрахунків виникає конфлікт інтересів між імпортером та експортером (покупцем і продавцем), який зумовлений різним рівнем вигідності одного й того ж способу для різних сторін. Для забезпечення балансу інтересів банки пропонують набір платіжних інструментів. Так, для експортера, зважаючи на їх вигідність, рекомендуються такі форми розрахунків:

- 1) авансовий платіж;
- 2) безвідзивний документарний акредитив;
- 3) документарне інкасо (з гарантією).

Для імпортера, зважаючи на їх вигідність, рекомендуються такі форми розрахунків:

- 1) платіж після отримання товарів (робіт, послуг);
- 2) документарне інкасо;
- 3) документарний акредитив.

А разі, якщо домовленості щодо авансових розрахунків досягти не вдалося, максимальне забезпечення платежів для експортера досягається при відкритті покупцем безвідзивного документарного акредитива. У зовнішньоекономічному контракті при цьому повинні бути відображені такі позиції:

1. Вказівка на те, що платежі за товари, поставлені в рахунок контракту, мають бути здійснені з безвідзивного документарного акредитива, відкритого за дорученням покупця на користь продавця банком — кореспондентом уповноваженого банку та авізованого останнім.

2. Вказівка, що акредитив відкривається відповідно до Уніфікованих правил і звичаїв для документарних акредитивів у редакції 1993 р.

3. Строки відкриття акредитива після дати повідомлення продавцем про те, що товар підготовлено до відвантаження.

4. Порядок відмови у відвантаженні товару у разі затримки з вини покупця або його банку відкриття акредитива.

5. Перелік документів, проти яких здійснюватимуться платежі за акредитивом в уповноваженому банку, зокрема:

комерційний рахунок;

комплект чистих бортових коносаментів або дублікат міжнародної авіаційної, автомобільної (CMR), залізничної накладної або поштової квитанції, що містить найменування одержувача вантажу, позначку про сплату фрахту і позначку перевізника про відправлення вантажу;

страховий поліс чи сертифікат;

інші документи.

6. Строки подання відповідних документів продавцем до уповноваженого банку.

7. Вказівка на те, яка сторона сплачує витрати, пов'язані з відкриттям, авізуванням, підтвердженням, подовженням терміну, зміною умов та виконанням акредитива.

З погляду імпортера акредитив є вимушеною формою розрахунків, що зумовлено дією таких чинників:

у разі розрахунків за допомогою акредитивної форми в імпортера виникають додаткові банківські витрати;

акредитив не дає стопроцентної гарантії, що поставка товарів (послуг) буде здійснена повністю відповідно до договору;

імпортер повинен відволікати кошти з обороту на період резервування коштів у рамках відкриття акредитива.

Під час укладання договору (контракту) в інтересах покупця не слід допускати включення до договору умови про підтвердження закордонним банком акредитива, що відкривається українським банком. Окрім цього, по можливості рекомендується вимагати сплати продавцем усіх банківських витрат, включаючи витрати на території імпортера.

Якщо на ринку товарів є продавець (експортер), який погоджується здійснювати поставку з відстроченням платежу чи на основі використання документарного інкасо, то за інших рівних умов перевага віддається саме цьому постачальникові порівняно з тим, який вимагає відкриття акредитива.

За документарного інкасо банк бере на себе зобов'язання з одержання належної експортеру суми проти передачі документів, згідно із заздалегідь узгодженим переліком. На відміну від акредитивної форми розрахунків у разі використання документарного інкасо продавець відвантажує товар на користь покупця без здійснення ним попереднього резервування коштів на окремому рахунку. Одночасно продавець направляє всі необхідні для одержання товару документи разом з інкасовим дорученням своєму банку, який передає їх інкасуючому (уповноваженому) банку.

У разі, якщо сторони досягли домовленості про розрахунки з використанням документарного інкасо, то у відповідному контракті слід відобразити такі позиції:

1. Перелік документів, проти яких здійснюватимуться платежі шляхом інкасо в уповноваженому банку, зокрема:

комерційні рахунки;

комплект чистих бортових коносаментів або дублікат міжнародної авіаційної, автомобільної (CMR), залізничної накладної або поштової квитанції, що містить найменування одержувача вантажу, позначку про сплату фрахту і позначку перевізника про відправлення вантажу;

страхові поліси, сертифікати;

інші документи.

2. Вказівка на те, що розрахунки за інкасо здійснюються в порядку, передбаченому Уніфікованими правилами з інкасо в редакції 1978 р., опублікованими Міжнародною торговельною палатою.

3. Сума платежу має бути переказана покупцем у повній відповідності з платіжними інструкціями, викладеними в інкасовому дорученні.

4. Вказівка на те, яка сторона сплачуватиме банківські витрати, пов'язані з виставленням та сплатою інкасо.

5. Санкції у разі затримки платежу за інкасо з боку покупця.

Покупець не може одержати відповідні документи на товари (а отже, і товар), не сплативши суму, зазначену в інкасовому дорученні, чи не акцептувавши вексель. Якщо імпортер не має у своєму розпорядженні валютних коштів для здійснення необхідних розрахунків, то документи можуть вручатися проти депонування відповідної еквівалентної суми у національній валюті. Під час розрахунків у формі документарного інкасо за товари, що поставляються на умовах короткотермінового комерційного кредиту, умовою забезпечення платежу можуть бути банківські платіжні гарантії.

На відміну від експортера, для імпортера (покупця) розрахунки з використанням документарного інкасо є прийнятнішими, ніж акредитивна форма. Імпортер під час укладання договору (контракту) повинен добиватися здійснення розрахунків у формі інкасо з платежем у конкретний термін (із зазначенням фіксованої кількості днів) після одержання документів уповноваженим банком або вручення документів проти акцептування векселя. В останньому випадку імпортер одержує товар до здійснення платежів: необхідні для розрахунків фінансові ресурси він може отримати оперативно, реалізувавши імпортований товар. Однак в експортера виникає додатковий ризик неплатежу, для зменшення якого він може вимагати, щоб відповідний вексель був авальований інкасуючим або іншим першокласним банком. Завдяки цьому підвищується гарантія здійснення платежів та виникає можливість вдатися до форфейтингу.

Окрім того, вартість розрахунків за допомогою інкасо є меншою, ніж у разі відкриття акредитива.

10.3.3 Форфейтинг

Форфейтинг — це спосіб фінансування (кредитування) зовнішньоекономічних операцій, який полягає в купівлі в експортера експортних вимог форфейтером (комерційним банком чи спеціалізованою компанією) з виключенням права регресу (зворотної вимоги). Експортеру виплачується залишкова сума експортної вимоги за мінусом суми дисконту. Форфейтинг має багато спільного з «експортним факторингом». Однак факторинг вважається короткостроковим інструментом фінансування, а строк форфетування становить здебільшого від 180 днів до 5 років, тобто форфейтинг можна трактувати як середньо- та довгостроковий спосіб кредитування зовнішньоекономічних операцій.

На практиці форфейтинг як вид кредитування зовнішньоекономічних операцій може здійснюватися у формі викупу в експортера векселів та інших боргових вимог, акцептованих імпортером. Форфейтинг, як правило, здійснюється за участю банківської установи і розглядається як одна з форм

трансформації комерційного кредиту в банківський. Схема здійснення операції форфейтингу може мати такий вигляд:

1. Укладення зовнішньоекономічного контракту, яким передбачено надання комерційного кредиту.

2. Поставка товарів.

3. В експортера виникає дебіторська заборгованість за експортним контрактом, яка може бути забезпечена авальованим векселем, банківською гарантією тощо.

4. Укладання договору форфейтингу, яким передбачено продаж (уступку) вимог форфейтеру.

5. Імпортер (боржник) і гарант підтверджують свою згоду сплатити борг на користь форфейтера.

6. Переоформлення дебіторської заборгованості на користь форфейтера з одночасною виплатою суми боргу (за мінусом суми дисконту) на користь експортера.

7. З настанням строків розрахунків імпортер сплачує суму боргу на користь форфейтера.

Продавцем вимог при форфейтингу може бути підприємство, яке виконало зобов'язання за контрактом і прагне рефінансувати дебіторську заборгованість. Предметом форфейтингу є здебільшого «першокласні» (забезпечені) вимоги, боржниками за якими є імпортери, що знаходяться в країнах з високим кредитним рейтингом. Як забезпечення виконання зазначених вимог можуть використовуватися банківські чи державні гарантії.

Договори форфейтування укладаються переважно в доларах США, євро, швейцарських франках. Враховуючи обмеження щодо строків розрахунків в іноземній валюті, які діють в Україні, обмежуються і можливості стимулювання експорту на основі надання комерційних позичок, а отже, звужуються рамки використання форфейтингу.

До основних переваг форфейтингу для експортера можна віднести такі:

- зменшення кредитного ризику;
- мінімізація валютних ризиків;
- мінімізація ризику зміни процентних ставок;
- поліпшення ліквідності (платоспроможності).

На відміну від операції факторингу, вартість якої визначається за методикою контокорентного кредитування, вартість форфейтування включає комісійну винагороду та дисконт. Причому метод дисконтування застосовується не лише щодо вимог, оформлених векселем, а й стосовно інших боргів. Ставка дисконтування залежить від багатьох факторів: кредитоспроможності боржника, наявного кредитного забезпечення, строків погашення боргових зобов'язань, попиту та пропозиції на ринку форфейтингових послуг, середніх ставок на кредитному ринку.

Для визначення доцільності форфейтингу слід порівняти його вартість з вартістю альтернативних інструментів фінансування. При цьому здебільшого використовують метод ефективної ставки процента. За грамотної організації фінансової роботи на підприємстві фінансисти завчасно прогнозують

можливість розрахунків за допомогою форфейтингу, оцінюють вартість певних послуг і включають відповідні затрати в ціну експортованих товарів.

10.4 Митне оформлення та оподаткування зовнішньоторговельних операцій

Митне регулювання — це регулювання питань, пов'язаних з установленням мита і митних зборів, процедурами митного контролю зовнішньоекономічної діяльності та організацією діяльності органів митного контролю України. Митні правила, які включають порядок декларування товарів, сплати мит і митних зборів, надання митних пільг та інші умови проходження митного контролю, встановлюються законами України про митне регулювання, Єдиним митним тарифом України та міжнародними договорами.

Єдиний митний тариф України — це систематизований звід ставок мита, яким обкладаються товари та інші предмети, що ввозяться на митну територію України, вивозяться за межі цієї території або переміщуються транзитом. Ставки Єдиного митного тарифу є однаковими для всіх суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності незалежно від форм власності, організації господарської діяльності і територіального розташування, за винятком випадків, передбачених законами України та міжнародними договорами. Єдиним митним тарифом передбачено застосування таких видів мита:

адвалерне, що нараховується у процентах до митної вартості товарів та інших предметів, які обкладаються митом;

специфічне, що нараховується у встановленому грошовому розмірі на одиницю товарів та інших предметів, які обкладаються митом;

комбіноване, що поєднує обидва ці види митного обкладення.

Переміщення через митний кордон України товарів та інших предметів підлягає митному оформленню. Суб'єкт зовнішньоекономічної діяльності у разі необхідності здійснювати митне оформлення будь-яких вантажів до моменту здійснення такого оформлення повинен звернутись до митного органу (вантажного відділу або митного поста) за місцем своєї державної реєстрації і стати на облік. Відсутність облікової картки суб'єкта зовнішньоекономічної діяльності є підставою для відмови у митному оформленні вантажів.

Порядок митного оформлення товарів працівниками митних органів такий:

1. Перевіряється наявність усіх документів, необхідних для митного оформлення товарів.

2. Перевіряється відповідність заповнення декларації вимогам, передбаченим у чинних нормативних актах, що регулюють порядок заповнення вантажної митної декларації.

3. Перевіряється правильність нарахування і сплати митних платежів і податків.

4. При перевірці правильності заповнення декларації використовуються відомості, що містяться в супровідних, транспортних, комерційних та інших документах, а також результати митного огляду.

5. По закінченні митного оформлення митний орган реєструє декларацію та додаткові аркуші і присвоює їй відповідний номер, який проставляється в декларації.

6. За результатами митного оформлення працівник митного органу проставляє штамп у декларації і засвідчує її особистою номерною печаткою.

Митне оформлення відбувається після декларування товарів і майна та їх пред'явлення декларантом або транспортною організацією до митного оформлення. Декларування товарів підприємствами здійснюється самостійно або на договірній основі через організації, визнані митницями як декларанти. Для митного оформлення товарів необхідні такі документи:

- декларація;

- належним чином посвідчені копії ліцензій;

- дозволи інших державних органів, якщо товари підлягають контролю цих органів;

- зовнішньоекономічні контракти;

- документи, що підтверджують внесення відповідних митних платежів;

- супровідні документи (транспортні накладні, рахунки-фактури тощо);

- інші документи, зазначені в декларації.

Основним документом, на підставі якого здійснюється митне оформлення експортно-імпортних операцій, є вантажна митна декларація (ВМД). Вантажна митна декларація — це заява, що містить відомості про товари та інші предмети і транспортні засоби та мету їх переміщення через митний кордон України або про зміну митного режиму щодо цих товарів, а також інформацію, необхідну для здійснення митного контролю, митного оформлення, митної статистики, нарахування митних платежів.

Випуск товарів і майна здійснюється митними органами після сплати сум усіх належних податків і митних платежів. До таких податків та платежів належать:

- плата за проведення митних процедур (митне оформлення товарів, які переміщуються через митний кордон України, а також за перебування їх під митним контролем);

- мито (відповідно до Єдиного митного тарифу України);

- акцизний збір (у випадках, передбачених чинним законодавством);

- податок на додану вартість (у випадках, передбачених чинним законодавством).

Основою нарахування податків і платежів, які сплачуються в процесі митного оформлення вантажів, є:

- при нарахуванні митних зборів — загальна митна вартість товару;

- при нарахуванні мита — митна вартість товару чи кількість товару (залежно від виду основи для нарахування мита);

- при нарахуванні акцизного збору — митна вартість товару з урахуванням сум митних зборів і мита або кількості товару (залежно від методу нарахування акцизного збору);

- при нарахуванні податку на додану вартість — митна вартість товару з урахуванням сум митних зборів, мита та акцизного збору.

Плата за проведення митних процедур при ввезенні в Україну або вивезенні з України товарів справляється в розмірі 0,15 % загальної вартості цих товарів, визначеної відповідно до Інструкції про заповнення вантажної митної декларації. Документом, який є підставою для внесення плати за проведення митних процедур, є вантажна митна декларація або її копія.

За заявою декларанта та у разі наявності гарантії банку митниця має право надати відстрочення або розстрочення сплати митних зборів на строк, що не перевищує одного місяця. При несплаті рахунку в термін, зазначений митним органом, сума митних платежів стягується у безспірному порядку.

Нарахування митних зборів, мита на товари та інші предмети, що підлягають митному обкладенню, провадиться на базі їх митної вартості, тобто ціни, яка фактично сплачена або підлягає сплаті за них на момент перетину митного кордону України. При визначенні митної вартості до неї включаються ціна товару, зазначена в рахунку-фактурі, а також фактичні витрати, якщо їх не включено до рахунку-фактури:

на транспортування, навантаження, розвантаження, перевантаження та страхування до пункту перетину митного кордону України;

комісійні та брокерські;

плата за використання об'єктів інтелектуальної власності, що належить до даних товарів та інших предметів і яка повинна бути оплачена імпортером (експортером) прямо чи опосередковано як умова їх ввезення (вивезення).

При ввезенні товарів на митну територію України їх митна вартість визначається за фактурною вартістю до бази цін CIF-український порт, СІР-пункт призначення на кордоні України, СРТ-пункт призначення на кордоні України чи DAF-кордон України. Для випадків, коли умовами поставки передбачено пункт призначення, який знаходиться на митній території України (наприклад, СІР-Київ, DDP-Львів), з фактурної вартості відраховуються витрати, які матимуть місце з моменту перетину митного кордону України.

При вивезенні товарів з митної території України їх митна вартість приводиться за фактурною вартістю до бази цін FOB-український порт, DAF-кордон України (пункт призначення на митному кордоні України) або СІР-пункт призначення на митному кордоні України. Для випадків, коли умовами поставки передбачено пункт поставки (призначення), який розташований за межами митної території України (наприклад, СІФ-Лондон, DAF-польсько-німецький кордон), з фактурної вартості відраховуються витрати, які матимуть місце з моменту перетину митного кордону України.

Тема 11 Фінансовий контролінг

11.1 Сутність, необхідність та основні завдання фінансового контролінгу

Значна частина економічних відносин суб'єкта господарювання є фінансовими, звідки і випливає необхідність вивчення фінансового аспекту контролінгу. Контролінг є цілісною системою і підсистема фінансового

контролінгу відтворює її структуру в функціональному розрізі з врахуванням особливостей, викликаних специфікою сфери фінансових відносин.

У системі контролінгу фінансовий контролінг становить наглядний механізм, який забезпечує концентрацію контрольних дій на пріоритетних напрямках фінансової діяльності банку, своєчасне фіксування відхилень фактичних її результатів від передбачених планами та прийняття оперативних управлінських рішень, що забезпечують її нормалізацію.

Фінансовий контролінг – це напрям фінансової роботи у банку, спрямований на підвищення її загальної ефективності в досягненні поставлених цілей шляхом їх координації та інтеграції, моніторингу та випереджаючого контролю процесу їх досягнення тощо. Або це підсистема системи контролінгу, спрямована на досягнення максимальної ефективності в сфері фінансових відносин. Дану роботу у банку виконує так званий фінансовий менеджер-контролер.

Функції фінансового контролінгу:

- координація фінансової діяльності для досягнення цілей банку;
- оцінка інформації фінансової служби і вплив на неї з метою досягнення прозорості і загальної результативності,
- постановка задач з розробки інформаційного забезпечення фінансового менеджменту.
- визначення тенденцій і ступеня прогресу (регресу) в розвитку банку та ефективності його роботи;
- відстеження ходу реалізації фінансових завдань, встановлених системою планових показників і нормативів;
- оцінка відхилення фактичних результатів фінансової діяльності від передбачених;
- діагностування за розмірами відхилень серйозного погіршення фінансового стану банку та суттєвого зниження темпів його розвитку;
- розробка оперативних управлінських рішень, спрямованих на нормалізацію фінансової діяльності банку відповідно до передбачених цілей і показників;
- коригування (за необхідності) окремих цілей і показників з огляду на зміни зовнішнього середовища, кон'юнктури ринку та внутрішніх умов господарської діяльності банку.

Фінансовий контролінг – це не конкретний вид робіт, а концепція побудови єдиної системи управління банком у сфері фінансової діяльності. У сфері фінансового управління контролінг виконує наступні завдання:

- участь у формуванні специфічних джерел фінансування і стратегій фінансування;
- складання укрупнених бізнес-планів, звітів про прибутки та збитки, фінансових планів;
- поточний контроль за виконанням планів і найважливіших фінансових показників, аналіз відхилень і розробка заходів щодо їх усунення;
- забезпечення ліквідності банку;
- погодження фінансового обліку і внутрігосподарського обліку;

- висвітлення з допомогою бюджетування взаємозв'язку між зовнішнім і внутрішнім середовищем організації;
- використання на практиці фінансово-економічних показників.

Найважливішим завданням фінансового контролінгу – це підтримка ліквідності, тобто спроможність банку в будь-який момент часу виконувати свої обов'язки з виплати коштів. Поряд з цим повинна здійснюватись перевірка дотримання планового рівня рентабельності.

Підтримка вищесказаного має на меті наступні напрямки діяльності фінансового контролінгу:

- структурна підтримка ліквідності;
- поточне забезпечення ліквідності;
- підтримка ліквідних резервів;
- фінансування.

Головні зусилля контролерів в межах зазначених завдань концентруються на етапах планування і контролю.

Концепцію фінансового контролінгу розроблено у 1980-х роках як засіб активного запобігання кризовим ситуаціям, які призводять до банкрутства. Принципом цієї концепції, що отримала назву «управління за відхиленнями», є оперативне порівняння основних планових (нормативних) і фактичних значень показників з метою виявлення відхилень між ними та впливу на ключові фактори нормалізації діяльності.

Фінансовий контролінг застосовується для побудови управлінського обліку, спрямованого на забезпечення ефективності обліку шляхом збору, обробки та надання інформації для прийняття управлінських рішень і контролю за їх виконанням.

В основі створення системи управлінського обліку банку знаходиться три джерела:

- технологія видів діяльності в цілому у банку і певного виду діяльності зокрема;
- облікова політика банку (правила бухгалтерського обліку певного виду операцій, методи обліку витрат), кредитна політика банку та інші внутрішні документи;
- різноманітні законодавчі обмеження банківської діяльності.

У результаті в процесі формування управлінського обліку формується «зовнішній інтерфейс управлінського обліку», що складається з трьох тісно взаємопов'язаних систем (трьох складових частин управлінського обліку): обліку витрат (інтерфейс із фінансами); показників діяльності (інтерфейс із регулярним менеджментом); управлінських звітів (інтерфейс з системою прийняття рішень).

Створення в банку системи управлінського обліку практично неможливе без правильної класифікації бізнес-процесів відповідно до систематики управлінського обліку, яка дозволяє виробити методологію обліку витрат, визначення результатів діяльності кожного підрозділу, визначення системи управлінської звітності. Так, наприклад, обслуговування розрахункових рахунків клієнтів, з одного боку, це окремий вид діяльності, що приносить

дохід, а з іншого – діяльність щодо залучення ресурсів для здійснення активних банківських операцій (кредити, інвестиції в цінні папери і т.д.), пов'язана з витратами, що складаються з виплачуваних відсотків за залишками на рахунках, інвестицій в устаткування для здійснення розрахунків, орендної плати за лінії зв'язку, заробітної плати банківських фахівців.

Крім створення системи управлінського обліку, фінансовий контролінг у банку все частіше застосовується для формування портфеля залучення коштів. Зокрема, відомо, що доходи банків поділяються на процентні (кредитування, вкладення в боргові зобов'язання, депозити) і непроцентні. У непроцентних доходах, у свою чергу, виділяють дві основні підгрупи – це комісія (розрахункові, касові операції та ін.) і переоцінка (валюта і дорогоцінні метали). Результати аналізу структури доходів банків країн СНД свідчать, що основну частку в загальній структурі доходів займають і, ймовірно, будуть займати в найближчому майбутньому процентні доходи, які у свою чергу значною мірою залежать від структури портфеля залучення коштів. Основна ідея використання механізму контролінгу в даному випадку полягає в тому, що для забезпечення в майбутньому одержання стабільного і достатнього прибутку, банки змушені більше уваги приділяти одержанню максимально можливого доходу за рахунок більш повного використання всього обсягу залучених коштів (строкових коштів і коштів «до запитання») в активних операціях (тобто підвищення коефіцієнта використання), особливо в операціях кредитування, як найбільш доходних операціях із прийнятним рівнем ризику.

Стосовно фінансової стратегії стратегічний контролінг формує на довгостроковий період часу величину ризику структури балансу, величину зміни ринкових ризиків, можливий потенціал росту пасивів, у тому числі і власного капіталу.

Система контролінгу – важлива складова банківського менеджменту. За суттю, контролінг є системою фінансового контролю, оскільки основна інформація, що надходить до неї, стосується фінансових параметрів.

11.2 Управління на основі контролінгу

1. Функції контролінгу виконують працівники служби контролінгу. Їх метою є: допомога керівництву у прийнятті ефективних управлінських рішень. Отже, можна говорити про управління на основі контролінгу. Контролінг забезпечує створення гнучкої структури управління банком, яка може оперативнo реагувати на зміни зовнішнього і внутрішнього середовища. Планування, облік, аналіз і контроль є важливими функціями управління банком, що узагальнюються системою контролінгу. Схематично це можна відобразити наступним чином (рис. 1).



Рисунок 11.1 – Схема управління у банку на основі контролінгу

У цілому, варто зауважити про використання інструментарію контролінгу в процесі управління гепом банку. Для забезпечення можливості одержання додаткових доходів шляхом довгострокового кредитування і підтримки достатнього рівня ліквідності необхідні довгострокові пасиви. Як правило, їх вартість вища, ніж короткострокових, а з огляду на прибутковість активних операцій, яка має тенденцію до поступового зниження, перевага більш дорогих довгострокових ресурсів у портфелі залучення не завжди є вигідною для банків. Проте будь-які можливі негативні зміни у довгострокових і короткострокових пасивах можуть негативно позначитися на ліквідності банку. Виникає проблема, пов'язана з необхідністю формування стабільної ресурсної бази банку. Саме концепція контролінгу допомагає з успіхом її вирішувати.

Фахівцями розроблений алгоритм визначення і формування портфеля залучення ресурсів на основі концепції контролінгу:

1) слід визначити строкову структуру портфеля залучення виходячи з критеріїв вартості і терміновості, а також його відповідності планованій структурі активів і обов'язкових нормативів діяльності банків, установлених центральним банком;

2) виходячи зі строкової структури, визначеної в результаті виконання п.1 виділити, порівняти між собою і вибрати найбільш привабливі види залучення, що складають загальний портфель, з погляду їх стабільності;

3) згрупувати усередині видів залучення, визначених в результаті виконання п. 2, клієнтів за обраними ознаками (оборот, тип діяльності, дохід і ін.) і порівняти ці групи між собою з погляду стабільності залишків коштів у цих групах;

4) проаналізувати дані і побудувати математичну модель, що описує залежність між будь-яким показником, характерним для конкретного виду залучення (наприклад, оборот для рахунків «до запитання»), і величиною залишку коштів на рахунках клієнтів;

5) на підставі обчислень і аналізу, зазначених у п.п. 2 і 3, задати (визначити) плановані обсяги залишків коштів по кожному з видів залучення і визначити цільові групи клієнтів для залучення коштів;

б) на підставі даних, отриманих у результаті виконання п. 5, і за допомогою застосування побудованих математичних моделей визначити необхідну кількість клієнтів для залучення, з метою досягнення заданої величини залишку на їхніх рахунках, у рамках певних цільових груп (пп. 2, 3 і 5).

Основою для прийняття рішень про формування тієї чи іншої структури портфеля залучень є розрахунки, проведені на основі статистичних даних про рух грошових коштів за минулий період, які допомагають розробити стратегію стосовно до тих чи інших клієнтів. Беручи до уваги результати, отримані за допомогою застосування наведеної методики, банк зможе сформувати таку ресурсну базу, що забезпечить йому необхідний потенціал для підтримки своєї конкурентоспроможності в перспективі, дозволить одержувати додатковий дохід, забезпечить довгострокове і стабільне існування цього банку.

У загальному вигляді процес формування оптимального портфеля залучення становить рішення завдання багатопараметричної оптимізації. Вирішення цього завдання можливе лише за умов впровадженої і ефективно функціонуючої в банку системи контролінгу, яка включає автоматизовані засоби для збору, збереження та обробки інформації.

Окремим блоком вивчення є управлінська звітність. Вона відрізняється від фінансової і податкової тим, що вона більш докладна і включає як фактичні, так і прогнозовані показники. Причому вони можуть бути не тільки грошовими, але і натуральними, трудовими або взагалі являти собою якісні оцінки. Структура і зміст управлінської звітності визначаються інформаційними потребами користувачів. У будь-якій організації існують такі документи у тому чи іншому вигляді. Проблемою їх адаптації до цілей контролінгу є те, щоб поставити процедуру їхньої розробки на регулярну основу, зробити форми, які використовуються, інформативними, зручними, такими, що легко розробляються, і достовірними.

Управлінські звіти підбивають підсумки усіх операцій та охоплюють всі основні види діяльності банку. Система управлінської звітності не звільняє керівництво від прийняття рішень, але допомагає приймати їх своєчасно і грамотно. Стандартна система управлінської звітності може застосовуватися у будь-яких банківських організаціях, проте у великих – повинна бути комп'ютеризована. Для забезпечення ефективності систему слід адаптувати під конкретні потреби організації.

11.3 Інформаційне забезпечення контролінгу

Необхідність радикального поліпшення системи підтримки процесу прийняття та реалізації рішень для підвищення ефективності стратегічного розвитку банку зумовлює необхідність впровадження нових підходів до інформаційної підтримки банківської діяльності.

Як правило, інформаційною базою для банківських аналітиків слугують відомості бухгалтерського обліку та офіційної звітності, оскільки вони містять основні кількісні параметри роботи банку за звітний період.

Проте наявні методики і стандарти вітчизняного бухгалтерського обліку не в змозі, та й не мають на меті, задовольнити вимоги системи контролінгу, насамперед, у зв'язку з її комплектністю та оперативністю. Залежно від обставин, керівництво банку самостійно визначає, яка саме інформація потрібна для прийняття управлінських рішень, яким чином, в якому аналітичному розрізі та в які терміни вона повинна надаватися користувачам, та хто є тими користувачами в тому чи іншому випадку. Процедура збирання й обробки такої, додаткової стосовно бухгалтерської, інформації, потрібної певним підрозділам для вирішення окремих завдань, отримала назву внутрішнього, або управлінського обліку на підприємстві. Лише вміле поєднання обох видів бухгалтерського обліку дасть змогу створити комплексну систему інформаційної підтримки управлінських рішень, відсутність якої є найсуттєвішою перепорою для впровадження концепції контролінгу в більшості вітчизняних банків.

Система контролінгу спирається на вирішення, насамперед, контрольних завдань. Проте з функції контролінгу випливає, що на нього покладаються також регулюючі дії, спрямовані на нормалізацію роботи банку.

За результатами здійснення контролінгу можна вжити таких заходів:

1) «не вживати заходів» – у разі, коли розмір негативних відхилень значно нижчий від передбачуваного «критичного» рівня;

2) «усунути відхилення» – застосувати процедуру пошуку, реалізації та відновлень значень показника;

3) «змінити систему планових (нормативних) значень показника» (якщо усунути відхилення складно або неможливо). В такому разі за результатами контролінгу розглядаються пропозиції щодо коригування нормативів, припинення окремих операцій та фінансових проектів і навіть зміни статусу окремих центрів витрат та інвестицій.

Як зазначалось, інформаційне забезпечення було головним завданням фахівців з контролінгу. Проте постало питання, яка саме інформація необхідна. Оскільки контролінг – це прогноз на майбутнє, то відповідно інформація повинна носити прогнозний характер, а процеси інформаційного забезпечення повинні розглядатись в тісному взаємозв'язку з процесами прийняття рішень.

Оскільки інформація – це сукупність відомостей, що зменшують невизначеність, то інформація повинна відповідати наступним вимогам:

- достовірність,
- повнота,
- релевантність (суттєвість, істотність),
- корисність (ефект від використання інформації повинен перевищувати витрати на її отримання),
- зрозумілість,
- своєчасність,
- регулярність.

Цим вимогам повинна відповідати вся інформація, в тому числі й інформація традиційного бухгалтерського (фінансового) обліку. Але значущість різних вимог неоднакова: якщо для фінансового обліку головне – це достовірність інформації, то для управлінського – її релевантність (наскільки вона є суттєвою для прийняття управлінського рішення).

Ознаки стратегічного і оперативного управління з використанням інструментарію контролінгу.

Етапи стратегічного управління банківською установою з використанням системи контролінгу:

1. Формування контрольних величин (мета, стратегія, потенціали успіху, шанси і ризики, чинники успіху, розробляється сценарій, межі контролю і наслідки контролю (якщо – то)).

2. Проведення контрольної оцінки (визначаються і оцінюються ефективність поточних процесів, створеної відповідно до реінжинірингу структури банку, правильність поставленої мети, ухвалення рішень за наслідками стратегічного контролінгу). На цьому етапі генеруються всі виявлені відхилення, дається їм оцінка, і приймається якесь рішення (якщо – то). Для того, щоб стратегічні плани були більш обґрунтовані, необхідно мати достовірне інформаційне забезпечення для реалізації цих завдань. Для розробки плану потрібна наступна інформація:

- статистична – накопичені динамічні ряди даних за багато років;
- беруться до уваги зовнішні дані такі, як світові досягнення інших держав, зовнішні індикатори (політика держави), добре проаналізувати «здоров'я і самопочуття» своєї організації.

Володіючи таким інформаційним забезпеченням контролінг зобов'язаний запропонувати методику планування і консультаційну допомогу, підібрати математичні методи, а потім розробити систему раннього виявлення тенденцій і чинників, здатних принести або прибуток або завдати збитку (або і те і інше).

Стратегічне планування в розвинутих країнах базується на стратегічному обліку і стратегічних балансах (зовнішні, внутрішні). Зовнішні дають передбачити роль в зовнішньому середовищі, внутрішні – для своєчасного виявлення вузьких місць, оцінки сильних і слабких сторін діяльності. Ознаки стратегічного і оперативного управління узагальнені і представлені у таблиці 11.1.

Контролінг зобов'язаний забезпечити виконавців методичною, інформаційною і інструментальною підтримкою за виконання постійного контролю діяльності банку.

Одним з ключових моментів діяльності служби контролінгу, тобто її виконавців є аналіз відхилень в її системі.

Таблиця 11.1 – Ознаки стратегічного і оперативного управління в системі контролінгу

Ознаки	Стратегічне управління	Оперативне управління
Ієрархічні ступені	В основному на рівні вищого керівництва.	Включають всі рівні, але більше стосується середнього і нижнього.
Невизначеність	Вище	Менше
Вид проблем з погляду їх структуризації	Більшість проблем не структурується	Все добре структуровано
Часовий інтервал	Середньострокове і довгострокове планування	Короткострокове
Потреба в інформації	Архівна, зовнішня інформація	Внутрішня інформація самого підприємства
Альтернативи планів	Широкий обсяг показників	Обсяг показників вузький
Обсяг діяльності	Важливі проблеми	Функціональні
Ступінь деталізації	Не висока	Велика
Контрольовані величини	Захоплення ринку, випередження конкурента в об'ємах діяльності	Прибуток, рентабельність, ліквідність
	На потенціал успіху організації	На реалізацію цього успіху

Для обчислення відхилень необхідно мати інформацію: планову, нормативну, фактичну.

Вимоги до початкових даних планування:

- архівні дані щодо всіх показниках;
- інформація, яка дозволяє перевірити забезпечення плану.

Фактична інформація вимагає інформацію в розрізах.

Виявлення відхилень:

- абсолютних;
- відносних (у скільки разів);
- селективні відхилення (відношення в часі);
- кумулятивні відхилення (накопичені відомості за якийсь період порівнюються з нормою);
- відхилення в тимчасовому розрізі (порівняння минулого періоду зі звітним);

Оцінка відхилень.

Контролінг визнає дві оцінки відхилень:

- оцінка на допустимі межі;
- оцінка по впливу відхилення на прибуток.

Виявлення причин відхилень:

- недостатня інформація;
- недостовірний прогноз, тобто план;
- непродумана методика планування.

Усі ці причини при існуванні інформаційної системи повинні надавати інформацію:

- аналіз, орієнтований на минуле;
- аналіз, орієнтований на майбутнє.

РЕКОМЕНДОВАНА ЛІТЕРАТУРА

1. Акімова І. Структура власності, корпоративне управління та показники роботи підприємств: результати емпіричного дослідження роботи підприємств / І. Акімова, Г. Швюдіауер. – Інститут Економічних Досліджень та Політичних Консультацій, липень 2003. – С. 4.
2. Антикризисное управление: учебник / [под ред. Э. М. Короткова.]. – М.: ИНФРА-М, 2001. – 432 с.
3. Афонін А. С. Технологія реструктуризації підприємства / А. С. Афонін, В. П. Нестерчук. – К.: Вид-во Європейського ун-ту фінансів, інформаційних систем, менеджменту і бізнесу, 2000. – 72 с.
4. Бакаєв Л. О. Кількісні методи в управлінні інвестиціями: навч. посіб. / Л. О. Бакаєв. – К.: КНЕУ, 2000. – 151 с.
5. Балашов В. Г. Технологии повышения финансового результата предприятий и корпораций: Практика и методы / В. Г. Балашов, В.А. Ириков. – М.: ПРИОР, 2002. – 512 с.
6. Белялов Т. Е. Аналіз форм і методів управління дебіторською заборгованістю у складі оперативних фінансових активів корпорації / Т. Е. Белялов // Актуальні проблеми економіки. – 2005. – № 9 (51). – С. 30–36.
7. Бесараб О. Роль банку у формуванні інвестиційних ресурсів ФПГ / О. Бесараб // Фінанси України. – 2002. – № 1. – С. 116–120.
8. Биконя С. Інститут факторингу в умовах переходу до економічного зростання / С. Биконя // Персонал. – 2006. – № 2. – С. 10–14.
9. Блинов А. Малое предпринимательство / А. Блинов. – М.: ИНФРА-М, 1997. – С. 32.
10. Бригхем Ю. Финансовый менеджмент: в 2 т. / Ю. Бригхем, Л. Гапенски; пер. с англ. под ред. В. В. Ковалёва. – СПб.: Экономическая школа. – 2005. – Т. 1. – 2005. – 497 с.
11. Бригхем Ю. Финансовый менеджмент: в 2 т. / Ю. Бригхем, Л. Гапенски; пер. с англ. под ред. В. В. Ковалёва. – СПб.: Экономическая школа. – 2005. – Т. 2. – 2005. – 668 с.
12. Бурцев В. В. Внутренний контроль: основные понятия и организация проведения / В. В. Бурцев // Журнал Менеджмент в России и за рубежом. – 2002. – № 4. – С. 10–15.
13. Ван Хорн Дж. К. Основы финансового менеджмента / Дж. К. Ван Хорн, Дж. М. Вахович; пер. с англ. – [12-е изд.]. – М.: Вильямс. – 2006. – 1 232 с.
14. Ван Хорн, Дж. К. Основы управления финансами / Дж. К. Ван Хорн; пер. с англ. / гл. ред. серии Я. В. Соколов. – М.: Финансы и статистика, 1999. – 788 с.
15. Василенко В. О. Антикризове управління підприємством: Навч. посіб. / В. О. Василенко. – К.: ЦУЛ, 2003. – 368 с.
16. Висіцька І. Пайовий фонд майна членів КСП: правові аспекти / І. Висіцька // Справочник економіста. – 2007. – № 11, ноябрь. – С. 41–45.
17. Висіцька І. Правовий статус КСП: передумови створення та основні засади діяльності / І. Висіцька // Справочник економіста. – 2007. – № 8, август. – С. 49–53.

18. Герасимчук З. В. Управління фінансовими ресурсами регіону: Монографія / Герасимчук З. В., Вахович І. М., Камінська І. М. – Луцьк: Надстир'я, 2005. – 176 с.
19. Герасимчук З. В. Фінансова політика сталого розвитку регіону: монографія / Герасимчук З. В., Вахович І. М., Камінська І. М.. – Луцьк: Надстир'я, 2006. – 220 с.
20. Герасимчук З. В. Фінансовий менеджмент: Навч. посіб. / З. В. Герасимчук, І. М. Вахович. – 2-ге вид., перероб. і доп. – Луцьк: Надстир'я, 2007. – 412 с.
21. Голов С. Ф. Управлінський облік / С. Ф. Голов. – К.: Лібра, 2004. – 250 с.
22. Дайле А. Практика контролінга / А. Дайле. – М: Финансы и статистика, 2001. – 365 с.
23. Дерлоу Дес. Ключові управлінські рішення. Технологія прийняття рішень / Дес. Дерлоу; пер. з англ. – К.: Наукова думка, 2001. – 242 с.
24. Дідківський М. І. Зовнішньоекономічна діяльність підприємства: навч. посіб. / М. І. Дідківський. – К.: Знання, 2006. – 463 с.
25. Друкер П. Ф. Управление, нацеленное на результаты / П. Ф. Друкер; пер. с англ. – М.: Технолог. школа бизнеса, 1993. – 192 с.
26. Економічна історія України і світу: Підручник / [за ред. Б. Д. Лановика]. – К.: Вікар, 1999. – 737 с.
27. Євтух О. О. Оцінка нерухомості при іпотеці: монографія / О. О. Євтух. – Луцьк: РВВ «Вежа» Волин. держ. ун-ту ім. Лесі Українки, 2005. – 272 с.
28. Зовнішньоекономічна діяльність підприємств: Підруч. / [за ред. В. Багрової]. – К.: Центр навч. л-ри, 2004. – 580 с.
29. Іванов Ю. Підприємства та підприємці: взаємодія у рамках посередницьких схем / Ю. Іванов // Збірник систематизованого законодавства. – Вип. 7., лип. – 2005. – С. 177–183.
30. Каплан Р. С. Сбалансированная система показателей / Р. С. Каплан, Д. П. Нортон. – М: Олимп-Бизнес, 2005. – 320 с.
31. Карминский А. М. Контролинг в бизнесе / А. М. Карминский [и др.]. – М.: Финансы и статистика, 1998. – 270 с.
32. Кодацький В.П. Організація фінансової роботи на підприємствах / В.П. Кодацький // Статистика України. – 2006. – № 2. – С. 95–97.
33. Колісник М. Дев'ять видів дивідендної політики [Електронний ресурс] / М. Колісник // Києво-Могилянська Бізнес Студія. – 2002. – №2. – Режим доступу: <http://www.kmbs.kiev.ua/journal.php?lang=eng>.
34. Комаха О. Оцінка для фінансиста / О. Комаха // Бізнес-консультант. – 2004. – № 7(15) лип. – С. 21–23.
35. Контролинг в бизнесе: методологические и практические основы построения контроллинга в организациях / [Карминский А. М., Оленев Н. И., Примаков А. Г., Фалько С. Г.]. – М.: Финансы и статистика, 1998. – 256 с.
36. Контролинг как инструмент управления предприятием / [под ред. Н. Г. Данилочкиной]. – М.: Аудит, ЮНИТИ, 1998. – 210 с.

37. Коропецький І.-С. Українські економісти ХІХ століття та західна наука / І.-С. Коропецький. – К.: Либідь, 1993. – 192 с.
38. Кулич Е. Игры в которые играют акционеры / Е. Кулич // Бізнес. – 2003. – № 47. – 4 нояб. – С. 66.
39. Куліш А.П. Формування організаційної структури ФПГ / А. П. Куліш // Фінанси України. – 2000. – № 9. – С. 35–39.
40. Ли Ч. Ф. Финансы корпораций: Теория, методы и практика: учеб. для вузов / Ч. Ф. Ли, Д.И. Финнерти; пер. с англ. – М.: ИНФРА – М., 2000. – 686 с.
41. Литвин Ю. Вихід із товариства з обмеженою відповідальністю / Ю. Литвин // Справочник економіста. – 2007. – № 11, ноябрь. – С. 36–40.
42. Литвин Ю. Зміна розміру статутного капіталу господарського товариства / Ю. Литвин // Справочник економіста. – 2007. – № 8, ав-густ. – С. 40–43.
43. Лігоненко Л. О. Дивідендна політика підприємства: Навч. по-сіб. / Л. О. Лігоненко. – К., Київський державний торговельно-економічний університет, 2000. – 67 с.
44. Майер Э. Контроллинг как система мышления и управления / Э. Майер. – М.: Финансы и статистика, 1993. – 452 с.
45. Манн Р. Контроллинг для начинающих / Р. Манн, Э. Майер; пер. с нем. – М.: Финансы и статистика, 1995. – 892 с.
46. Мачеринскене И.М. Формирование малого и среднего бизнеса в Литве / И. М. Мачеринскене, Ж. И. Симанавичене // Вестн. Моск. ун-та. – Сер. 6. – 2006. – № 1. – С. 51–65.
47. Мескон М. Х. Основы менеджмента / М. Х. Мескон, М. Альберт, Ф. Хедоури; пер. с англ. О. И. Медведь. – [3-е изд.]. – М.: Виль-ямс, 2006. – 672 с.: ил. – Парал. тит. англ.
48. Основные виды рисков во внешнеэкономической деятельности / К. В. Захаров [и др.] // Митна справа. – 2000. – № 2. – С. 41–50.
49. Перар Ж. Управление финансами: с упражнениями / Ж. Перар; пер. с фр. – М.: Финансы и статистика. – 1999. – 360 с.
50. Петленко Ю. В. Організація служби фінансового менеджменту на підприємстві / Ю. В. Петленко // Фінанси України. – 2004. – № 5. – С. 94–98.
51. Петренко С. Н. Контроллинг: Учеб. пособ / С. Н. Петренко. – Киев: Кика-Центр, Эльга, 2003. – 140 с.
52. Портфельне інвестування: Навч. посіб. / [А. А. Пересада, О. Г. Шевченко, Ю. М. Коваленко, С. В. Урванцева]. – К.: КНЕУ, 2004. – 408 с.
53. Приходько Е. Оценка финансовой политики организации / Е. Приходько // Банковский менеджмент. – 2006. – № 11. – С. 33–38.
54. Пулковський Л. Дослідження специфіки сімейного бізнесу в Польщі / Л. Пулковський // Регіональна економіка. – 2006. – № 3. – С. 199–215.
55. Пушкар М. Контролінг – інформаційна підсистема стратегічно-го менеджменту: монографія / М. Пушкар. – Тернопіль: Карт-бланш, 2004. – 370 с.
56. Пушкар М. С. Контролінг: Монографія / М. С. Пушкар. – Тернопіль, 1997. – 146 с.

57. Разумнова И. Мелкое предпринимательство в промышленности США / И. Разумнова // Проблемы теории и практики управления. – № 3. – 1990. – С. 7–10.
58. Ришар Ж. Аудит и анализ хозяйственной деятельности предприятия / Ж. Ришар; пер. с франц. под ред. Л. П. Белых. – М.: Аудит, 1997. – 562 с.
59. Росс С. Основы корпоративных финансов / С. Росс, Р. Вестерфилд, Б. Джордан; пер. с англ. – М.: Лаборатория базовых знаний. – 2001. – 720 с.
60. Сірко А. Корпоративна власність у транзитивній економіці / А. Сірко // Економіка України. – 2003. – № 2. – С. 57–64.
61. Смачило В. Сутність та роль факторингу в сучасних умовах [Електронний ресурс] / В. Смачило, Є. Дубравська // Персонал. – 2007. – № 4. – Режим доступу: <http://www.personal.in.ua/article.php?id=485>.
62. Смирнов С. А. Контроллинг: Учеб.-практ. пособ. / С. А. Смирнов. – М., 2001. – 310 с.
63. Стратегия и тактика антикризисного управления фирмой / [под общ. ред. А. П. Градова и Б. И. Кузина]. – Санкт-Петербург: Специальная литература, 1996. – 510 с.
64. Терещенко О. О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: Навч. посіб. / О. О. Терещенко. – К.: КНЕУ, 2003. – 554 с.
65. Терещенко О. О. Фінансова санація і банкрутство підприємств: навч. посіб. / О. О. Терещенко. – К.: КНЕУ, 2000. – 412 с.
66. Трансформація інституціонального механізму природокористування в умовах глобалізації: екологічні імперативи та системні суперечності: монографія / [Герасимчук З. В., Вахович І. М., Голян В. А., Оле-ксюк А. О.]. – Луцьк: Надстир'я, 2006. – 228 с.
67. Туган-Барановський М. І. «Основи політичної економії». [наук. редактор, автор передмови і вступної статті С. М. Злупко]. – Львів: Видав. Центр Львів. нац. ун-ту ім. І.Франка, 2003. – 628 с.
68. Управлінський облік: Навч.-метод. посіб. для самост. вивч. дисц. / [за ред. В. М. Добровського]. – К.: КНЕУ, 2003. – 235 с.
69. Уткин Э. А. Контроллинг – российская практика / Э. А. Уткин, И. В. Мартынюк. – М.: Финансы и статистика, 1999. – 432 с.
70. ФАКТОРингПро: Факторингові компанії [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.factoringpro.ru/index.php/factoringcompanymenu>.
71. Фалько С. Г. Контроллинг на предприятии / С. Г. Фалько, В. М. Носов. – М.: Знание России, 1995. – 80 с.
72. Філіна Г. І. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: Навч. посіб. / Г. І. Філіна. – К.: ЦУЛ, 2007. – 320 с.
73. Фінанси підприємств / [за наук. ред. А. М. Поддєрьогіна]. – [4-те вид.]. – К.: КНЕУ, 2002. – С. 60–78.
74. Фінансова діяльність підприємств: навч. посіб. / [В. І. Аранчій, В. Д. Чумак, О. Ю. Смоленська, Л. В. Черненко]. – К.: Професіонал, 2004. – 240 с.
75. Фінансова діяльність підприємства: підручник / [О. М. Бандурка, М. Я. Коробов, П. І. Орлов, К. Я. Петрова]. – 2-ге вид., перероб. і доп. – К.: Либідь, 2002. – 384 с.

76. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: Навч.-метод. посіб. для самост. вивч. дисц. / [О. О. Терещенко, Я. І. Невмержицький, А. П. Куліш та ін.]; за заг. ред. О. О. Терещенка. – К.: КНЕУ, 2006. – 312 с.
77. Фольмут Х. Инструменты контроллинга / Х. Фольмут. – М: Финансы и статистика, 2001. – 288 с.
78. Фрайберг Ф. Финансовый контроллинг: концепция финансовой стабильности фирмы / Ф. Фрайберг // Финансовая газета. – 1999. – № 13–18, 22, 23, 26–29, 32, 34, 35, 38, 48. – 2000. – № 1, 47.
79. Фридман П. Аудит: контроль затрат и финансовых результатов при анализе качества продукции / П. Фридман; пер. с англ. – М.: Аудит, ЮНИТИ, 1994. – 286 с.
80. Хан Д. Планирование и контроль: концепция контроллинга / Д. Хан; пер. с нем. – М.: Финансы и статистика, 1997. – 800 с.
81. Цигилик І. І. Контролінг: навч. посіб. у схемах і таблицях / І. І. Цигилик. – К.: Центр навчальної літератури, 2004. – 74 с.
82. Шершньова З. Є. Стратегічне управління: Підруч. / З. Є. Шершньова. – 2-ге вид., перероб. і доп. – К.: КНЕУ, 2004. – 699 с.
83. Юрловский Д. Как правильно платить дивиденды / Д. Юрловский, М. Лагус. – Х: Консультант, 2003. – 76 с.

Навчальне видання

БАЗЕЦЬКА Ганна Ігорівна

КОНСПЕКТ ЛЕКЦІЙ
з курсу

ФІНАНСОВА ДІЯЛЬНІСТЬ ПІДПРИЄМСТВА

(для студентів освітньо-кваліфікаційного рівня спеціаліст та слухачів другої вищої освіти спеціальності 7.03050901 – Облік і аудит)

Відповідальний за випуск *Т. А. Пушкар*

За авторською редакцією

Комп'ютерне верстання *І. В. Волосожарова*

План 2015, поз.179Л

Підп. до друку 23.06.2015
Друк на ризографі
Тираж 50 пр.

Формат 60х84/16
Ум. друк. арк.11,8
Зам. №

Видавець і виготовлювач:
Харківський національний університет
міського господарства імені О. М. Бекетова,
вул. Революції, 12, Харків, 61002
Електронна адреса: rectorat@kname.edu.ua
Свідоцтво суб'єкта видавничої справи:
ДК № 4705 від 28.03.2014 р.